



**Bilaga 2-4**  
**Hushållssparande**  
**och skatteregler**  
**Aktiemarknaden**  
**Industrins finansiering**

**KAPITAL-  
MARKNADEN  
I SVENSK**

**Ur KB:s samlingar**

Digitaliserad år 2013



National Library  
of Sweden

**SOU** 1978:13

**BETÄNKANDE AV KAPITALMARKNADSUTREDNINGEN**



**Bilaga 2-4**  
**Hushållssparande**  
**och skatteregler**  
**Aktiemarknaden**  
**Industrins finansiering**

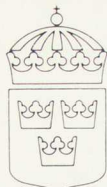
**KAPITAL-  
MARKNADEN  
I SVENSK  
EKONOMI**

**SOU** 1978: 13

**BETÄNKANDE AV KAPITALMARKNADSUTREDNINGEN**

1968 års kapitalmarknadsutredning

253  
18



Statens offentliga utredningar  
1978:13  
Ekonomidepartementet

# Kapitalmarknaden i svensk ekonomi

Bilaga 2-4

Betänkande av  
kapitalmarknadsutredningen  
Stockholm 1978

Omslag av Carl Axel Virin  
Jernström Offsettryck AB

ISBN 91-38-03797-1

ISSN 0375-250X

Göteborgs Offsettryckeri AB  
Stockholm 1978

## Innehåll

<i>Bilaga 2</i> Hushållssparande och skatteregler . . . . .	5
<i>Bilaga 3</i> Aktiemarknaden . . . . .	27
<i>Bilaga 4</i> Industrins tillväxt och långsiktiga finansiering . . . . .	109



# Bilaga 2 Hushållssparande och skatteregler

Av professor *Sven-Erik Johansson*





## Bilaga 2 Hushållssparande och skatteregler

Vi har tyvärr en mycket ofullständig kunskap om beskattningens effekt på hushållens totala sparandevolym och val av sparandeform. Vår kunskap är även bristfällig om storlek och fördelning av sparande för olika kategorier av hushåll. Min ambition och uppgift är inte att försöka överbrygga dessa kunskapsgap. Den är betydligt modestare. Jag skall endast ge en översiktlig beskrivning och karakteristik av beskattning av hushållssparande (privata personers sparande) i olika former. Beskrivningen kan tjäna som underlag för

- en kvalitativ analys av nuvarande beskattningssystemets effekt på val av sparandeform
- överväganden om förändringar av nuvarande system i syfte att påverka hushållens val av sparandeform i en från samhällsekonomisk utgångspunkt önskvärd riktning.

Val av sparandeform kan påverkas av en rad olika faktorer, t. ex. placeringsformens likviditet, förväntade avkastning och dess spridning, tidsprofil för betalningsströmmar och delbarhet. Sannolikt är också kunskapen om olika placeringsformer av väsentlig betydelse. Vi skall här endast beakta den förväntade avkastningen (förräntningen), även om denna för vissa sparandeformer kanske ej är den primära målvariabeln.

### *Kriterium på neutral beskattning*

För att kunna analysera beskattningens effekt på val av sparandeform, behöver vi formulera ett kriterium på *neutral* beskattning. Jag utgår från följande neutralitetskriterium.

- Beskattningen är neutral om varje individuell placerares rangordning av olika placeringsalternativ blir opåverkad av om hänsyn tas till skatt eller ej. Rangordningen skall med andra ord bli densamma enligt kalkyler för avkastning före skatt och efter skatt.

Först studerar vi enbart inkomstskatten. Analysen begränsas till marginella placeringar.

Inkomstbeskattningen är neutral om relationen mellan avkastningen efter och före skatt är densamma för alla placeringsalternativ, som en individuell placerare väljer mellan. Om placeraren har en marginalsatt av 75 % och avkastningen efter skatt är 1/4 av avkastningen före skatt för alla place-

ringsalternativ, vore neutralitetsvillkoret uppfyllt. Villkoret blir givetvis också uppfyllt om avkastningen på alla former av sparande är skattefri eller beskattas med en proportionell skattesats (och låneräntor beskattningsmässigt behandlas i konsekvens härmed). Det kan också påpekas att det av professor Lodin utarbetade förslaget till utgiftsbeskattning uppfyller neutralitetsvillkoret.

### *Effektiv skatt på olika sparandeformer*

Enligt nu gällande skattelagar är förvisso icke villkoren för neutralitet uppfyllda. Man kan snarare hävda att *vårt beskattningssystem karakteriseras av en påtaglig brist på neutralitet*. Detta har belysts i en vid Ekonomiska Forskningsinstitutet av Sören Blomquist genomförd studie av beskattning av hushållssparande.<sup>1</sup> Studien omfattar sparandeformerna bank, aktier, obligationer, fastigheter, pensionsförsäkringar jämte utbildning. Möjligheten till och effekten av belåning beaktas ej. Blomquist har bl. a. beräknat den effektiva skatt som drabbar olika sparandeformer vid en given förräntning före skatt, en given marginalsatt och vid olika antaganden om fördelning mellan direkt avkastning och värdestegring och olika innehavsperioder i fråga om bl. a. aktier och fastigheter. Vid beräkning av effektiv skatt på aktier och fastigheter har den skatt, som utgår på genom försäljning realiserad värdestegring, omräknats till en ekvivalent serie av årliga skattebetalningar, som adderas till den skatt som utgår på löpande direkt avkastning (t. ex. utdelningar).

Blomquists utredning visar bl. a. att den effektiva skatten

- kan vara lika med marginalsatten (banksparande)
- kan vara konstant och oberoende av marginalsatten (premieobligationer och kapitalförsäkringar, för vilka försäkringsbolagen antas betala en proportionell skatt för försäkringstagarnas räkning)
- kan för en given placering variera med placeringsperiodens längd (aktier och fastigheter)
- kan variera med totalavkastningens fördelning mellan direktavkastning och värdestegring (aktier och fastigheter)
- kan vara noll (pensionsförsäkringar, då försäkringstagaren har samma marginalsatt när premierna betalas och pensionsbeloppen lyfts)<sup>2</sup>
- kan vara mer än 100 % (t. ex. aktier, vars värdefall är större än direkt avkastning och ej kan kvittas mot realisationsvinster).

Den effektiva skatten är således olika vid olika placeringsformer och tillika – vid en given placeringsform – beroende av placeringsperiodens längd och avkastningens fördelning mellan direktavkastning och värdestegring. Beskattningen kan påverka både val av placeringsform och – vid en given placeringsform, t. ex. aktier – val av placeringsperiod (jämte benägenhet till omplaceringar) och valet mellan å ena sidan aktier med hög direktavkastning och låg tillväxt och å andra sidan aktier med låg direktavkastning och hög tillväxt.

Det kan i detta sammanhang vara av speciellt intresse att närmare jämföra aktiesparande och sparande i form av egen fastighet (en- och tvåfamiljsfastighet).

<sup>1</sup> Sören Blomquist, *Beskattning av hushållens sparandeformer*, EFI 1974. (Stencil).

<sup>2</sup> Härvid bortses från riskdelen av försäkrings-sparandet. Det förutsättes att försäkringstagarens pensionsbelopp motsvarar inbetalda premier jämte ränta på dessa.

I den senast genomförda förändringen av reglerna för realisationsvinstbeskattning har man försökt att åstadkomma en viss samordning av ifrågavarande beskattning av aktier och fastigheter. Syftet har uppenbarligen varit att åstadkomma bättre skattemässig neutralitet vad dessa två sparandeformer beträffar. Det är emellertid en öppen fråga om detta syfte uppnåtts. Även om enhetliga regler för beräkning och beskattning av realisationsvinster på aktier och fastigheter infördes skulle detta icke vara tillräckligt för att åstadkomma neutralitet. Anledningen härtill är rådande olikheter beträffande beskattningen av den direkta avkastningen på jämförda placeringsalternativ. Den direkta avkastningen på aktier, dvs. utdelningen, beskattas i sin helhet. Detta torde emellertid ofta inte vara fallet beträffande den direkta avkastningen på egen fastighet (ej hyresfastighet). Den direkta avkastningen motsvarar här den marknadsmässiga hyran (efter avdrag för reparationer, etc.) dvs. den hyra ägaren skulle erhålla därest han hyrde ut sitt hus. Denna torde ofta – i varje fall vad icke lyxvillor beträffar – överstiga den skattemässiga schablonintäkten, dvs. i normalfallet 2 % av taxeringsvärdet. Utgår man ifrån att taxeringsvärdet utgör 3/4 av marknadsvärdet, är således den skattepliktiga direktavkastningen 1 1/2 % av marknadsvärdet. Antas den faktiska direktavkastningen vara av samma storleksordning som genomsnittligt brukar gälla för aktier, säg 4 %, innebär detta att endast 3/8 av direktavkastningen för villor beskattas medan hela direktavkastningen för aktier blir föremål för beskattning. Blomquist har i sin studie visat att denna skillnad kan vara mer betydelsefull än tidigare gällande skillnad mellan aktier och villor i fråga om beskattning av realisationsvinster. Detta gäller i synnerhet vid långt innehav, då det diskonterade värdet av realisationsvinstskatt blir lågt och den effektiva skatten huvudsakligen utgörs av skatten på den direkta avkastningen.

I det följande skall jag komplettera Blomquists studie genom att belysa hur hänsynstagande till *inflation* och *belåning* i kombination med stigande marginalskatter vidgar det beskattningsmässiga jämlikhetsgapet mellan olika placeringsformer. Härvid koncentrerar jag mig huvudsakligen till sparandealternativen bank, aktier och fastighet (en- och tvåfamiljsfastighet).

### *Förenklade förutsättningar*

Analysen blir ohanterlig, om man skall beakta alla detaljregler, undantag etc. i rådande skattelagstiftning eller beakta ett stort antal av möjliga konstellationer av olika förutsättningar. Förenklingar är nödvändiga. Jag skall här koncentrera mig på vissa grundläggande skillnader mellan aktier och fastigheter beträffande beskattning av direktavkastning och realisationsvinster. Härvid utgår jag från bl. a. följande förutsättningar och förenklingar.

- Jämförda alternativ ger före skatt samma avkastning (direktavkastning och värdestegring). Riskolikheter beaktas ej.
- Marknadsvärdet för aktier och fastigheter stiger i takt med inflationen; m. a. o. förutsättes deras realvärde vara konstant.
- Fastigheters taxeringsvärde utgör varje år en viss procent av marknadsvärdet (ingen hänsyn tas till att taxeringsvärdet fastställs med flerårsintervall).

- De skärpta beskattningsregler, som gäller vid korttidsinnehav (max. 2 år) beaktas ej.
- Ingen hänsyn tas till nu gällande 1 000-kronorsavdrag från schablonintäkt för fastighet eller avdraget av 800 kr (1 600) per person (familj) för inkomst av kapital.
- Räntekostnader är effektivt avdragsgilla såväl vid statlig som kommunal taxering.

### *Inflation – effektiv skatt*

Beskattningens bristande neutralitet har ovan belysts med utgångspunkt från den effektiva skatten, uttryckt i procent av den nominella förräntningen före skatt. I en inflationsekonomi är det också av intresse att analysera skattens storlek i förhållande till den reala förräntningen före skatt. Jag använder i det följande uttrycken nominell effektiv skatt respektive real effektiv skatt.

Det föreligger ett enkelt matematiskt samband mellan den nominella och reala effektiva skatten. Se nedanstående exempel, där inflationen förutsätts vara 6 %.

	Nom.	Real.
Före skatt	10	4
Skatt	6	6
Efter skatt	4	-2
Effektiv skatt	60 %	150 %

Relationen mellan real och nominell effektiv skatt (150/60) motsvarar givetvis relationen mellan nominell och real förräntning före skatt (10/4).<sup>3</sup>

Slutsatserna av en analys av beskattningens neutralitet påverkas givetvis inte om man som kriterium använder real i stället för nominell effektiv skatt. Om man vill studera beskattningen av olika sparandeformer vid varierande inflationsantaganden är det emellertid ändamålsenligt att utgå ifrån en given real förräntning före skatt och studera den reala effektiva skatten.

Inflation kan påverka sparandebenenheten och val av sparandeform genom

- a. att sambandet mellan inflationen och realförräntning före skatt kan vara olika för olika placeringsformer (olika grad av värdebeständighet)
- b. att marginalskatter stiger med stigande inflation
- c. att vid given realförräntning före skatt och givna marginalskatter den reala effektiva skattesatsen påverkas av inflation på olika sätt vid olika placeringsformer.

Här skall vi först koncentrera oss på punkt c. ovan. Vi utgår således ifrån en konstant realförräntning före skatt och att således den nominella förräntningen stiger i takt med inflationen.

För banksparande och annat sparande, där den nominella avkastningen beskattas i sin helhet, gäller följande samband.

<sup>3</sup> Vid icke kontinuerlig förräntning är den exakta skillnaden mellan nominell och real ränta något större än inflationstakten. Detta är emellertid i detta sammanhang av mycket underordnad betydelse och beaktas ej.

Den reala effektiva skatten =

$$\text{marginalskatten} \left( 1 + \frac{\text{inflationstakt}}{\text{realförräntning före skatt}} \right)$$

Antar vi att realförräntningen före skatt är 4 % innebär ovanstående samband att vid en ökning av inflationstakten med 1 procentenhet (dvs. med 1/4 av realförräntningen före skatt) ökar den reala effektiva skatten med 1/4 av marginalskatten. Denna ökning skulle kunna betecknas som *inflationsterskatten* på denna typ av sparandeform. Vid en inflation av 5 % och en marginalskatt av 80 % blir således den reala effektiva skatten:  $80 \left( 1 + \frac{5}{4} \right) = 180$  %, dvs. inflationsterskatten blir 100 %. Vid en realförräntning av 2 % före skatt och inflation av 5 % blir den reala effektiva skatten 280 % och inflationsterskatten således 180 %. Om förräntningen är noll eller negativ, blir givetvis måttet på effektiv skatt föga meningsfullt.

Det skall än en gång understrykas att analysen ovan bygger på antagandet att inflationen ej påverkar a. marginalskattens höjd och b. realräntan före skatt.

Vid ej indexreglerade skatteskalor är antagandet om en av inflationen opåverkad marginalskatt föga realistiskt, om vi utgår ifrån att marginalskatten på avkastning av sparande primärt styrs av en arbetsinkomst. Vid en konstant inflationstakt och oförändrade skatteskalor stiger marginalskatten mer eller mindre kontinuerligt. I en analys av inflationens effekt på beskattning av långsiktigt sparande blir det därför orealistiskt att räkna med konstant marginalskatt. Jag skall emellertid inte försöka att genomföra en flerårsanalys under antagandet av successivt stigande marginalskatter vid olika inflationstakter. Jag begränsar mig till att nedan precisera det generella uttrycket för den *ökning* av den reala effektiva skatten, som följer av en inflationsbetingad ökning av marginalskatten.

Ökning av real effektiv skatt =

$$\text{ökning av marginalskatten} \left( 1 + \frac{\text{inflationstakt}}{\text{realförräntning före skatt}} \right)$$

I vårt tidigare exempel med 5 % inflation och en realförräntning av 4 % före skatt innebär varje procentenhets ökning av marginalskatten en ökning av den reala effektiva skatten med 2 1/4 procentenhet och en minskning av realräntan efter skatt med  $(0,0225 \times 4 =) 0,09$  procentenheter.

Om den nominella förräntningen ej stiger i takt med inflationen, dvs. om realräntan före skatt faller med stigande inflation, blir – vid given marginalskatt – den reala effektiva skatten högre ju högre inflationstakten är.

En minskning av realräntan före skatt med 1 procentenhet minskar emellertid realräntan efter skatt endast med 1/4 procentenhet vid en marginalskatt av 75 %. Det är ungefär samma effekt som en inflationsbetingad ökning av marginalskatten med 3 procentenheter ger.

För nominellt sparande, som beskattas med en *konstant* – av marginalskatten oberoende – skattesats (t. ex. premieobligationer och kapitalförsäkringar) blir

den reala effektiva skatten =

$$\text{den konstanta skattesatsen } \left( 1 + \frac{\text{inflationstakt}}{\text{realförräntning före skatt}} \right)$$

Om den konstanta skattesatsen är 20 % måste således inflationstakten vara fyra gånger större än realförräntningen före skatt för att den reala effektiva skatten skall bli 100 % (och den reala räntan efter skatt noll).

I fråga om *aktier* och *fastigheter* är det svårt att i enkla former fånga upp sambandet mellan inflation och real effektiv skatt, även om man utgår ifrån given realförräntning före skatt. Sambandsanalysen underlättas emellertid om man förutsätter identitet mellan direktavkastning och realförräntning. Denna förutsättning innebär således att aktier respektive fastigheter har ett konstant realvärde och att således den nominella värdestegringen motsvarar inflationstakten.

För *fastigheter* utgår ingen skatt på realisationsvinst, om ingen realvärdestegring inträffat.<sup>4</sup> Detta innebär att den reala effektiva skatten blir oberoende av inflationstakten och sammanfaller med skatten på direktavkastningen. Den blir beroende av hur hög marginalskatten är och hur stor andel av direktavkastningen som beskattas.

För *aktier* beskattas 40 % av nominell värdestegring, som realiseras, även om realvärdet ej stigit (eller t. o. m. sjunkit). Endast vid *evigt* innehav blir den reala effektiva skatten oberoende av inflationen och identisk med skatten på direktavkastningen. Vid ett årsinnehav (med antagen beskattning enligt 40 %-regeln) blir

real effektiv skatt =

$$\text{marginalskatt } \left( 1 + 0,4 \times \frac{\text{inflationstakt}}{\text{realförräntning före skatt}} \right)$$

Detta representerar således den maximala reala effektiva skatten för aktier vid antagandet om konstant realvärde, konstant direktavkastning och konstant marginalskatt. Mellan detta maximivärde vid kort innehav och minimivärdet vid evigt innehav varierar den reala effektiva skatten med innehavets längd.

Parentetiskt kan noteras att aktier kan bli föremål för beskattning även om realräntan före skatt är negativ. Detta inträffar bl. a. om ej avdragsgill realvärdeminskning överstiger direktavkastningen.

### *Real effektiv skatt – räkneexempel*

Jag begränsar mig här till några numeriska exempel avseende banksparande, aktier och fastighet (villa).

Exemplen bygger på följande förutsättningar:

- real förräntning före skatt = 4 % i samtliga alternativ
- inflation 5 % och 10 % per år

<sup>4</sup> Det förutsättes härvid att det index, som användes i taxeringssammanhang, sammanfaller med det index, som användes för att mäta inflationstakt.

- marknadsvärdet för aktier och fastigheter stiger i takt med inflationen och årlig direktavkastning motsvarar 4 % av marknadsvärdet
- ingen beskattning av värdestegring på fastigheter, då denna stiger i takt med index
- 40 % av realiserad (nominell) värdestegring på aktier beskattas. En med ifrågavarande skatt likvärdig årlig skatt är beroende av hur länge aktierna innehas. Två ytterligare fall studeras; ettårsinnehav (med bortseende från de för korttidsinnehav speciella reglerna) och evigt innehav (då den effektiva skatten på värdestegring blir noll)
- den årliga skattepliktiga schablonintäkten för fastigheten antas
  - a. utgöra 2 % av taxeringsvärdet, som (av räknetekniska skäl) förutsätts vara 80 % av marknadsvärdet, vilket innebär att endast 40 % av direktavkastningen blir föremål för beskattning, eller
  - b. sammanfalla med den faktiska direktavkastningen.

Den reala effektiva skatten vid ovanstående förutsättningar och olika marginalskatter framgår av tabell 1 nedan (där evigt aktieinnehav betecknas med *e* och ettårs (korttids) innehav med *k*).

**Tabell 1 Effektiv skatt på en realränta av 4 % före skatt vid olika placeringsformer, inflationstakt och marginalskatt**

Marginalskattesats (i %)	Placeringsform Inflationstakt	Bank		Aktier		Fastighet	
		5 %	10 %	5 %	10 %	Oberoende av inflationstakt	
				e	k	a	b
50		112,5	175	50-75	50-100	20	50
60		135	210	60-90	60-120	24	60
70		157,5	245	70-105	70-140	28	70
80		180	280	80-120	80-160	32	80

#### Kommentarer:

- Lägsta skatten erhålles vid fastighetsalternativet a. Till följd av att nominell värdestegring i takt med inflationen ej beskattas och endast 40 % av antagen direktavkastning är beskattningsbar, blir den reala effektiva skatten 40 % av marginalskatten (oberoende av inflationstakten). Om hela direktavkastningen beskattas (alt. b) sammanfaller den effektiva skatten med marginalskatten.
- Den reala effektiva skatten på banksparande är i exemplet genomgående mer än 100 % (dvs. realräntan efter skatt är negativ). Den är högre ju högre inflation och ju högre marginalskatten är. En ökning av marginalskatten med 10 procentenheter ökar den effektiva skatten med 22,5 procentenheter vid 5 % inflation och 35 procentenheter vid 10 % inflation; multiplikatorn är således 2 1/4 respektive 3 1/2. Vid marginalskatten 80 % leder en ökning av inflationstakten med 5 procentenheter till en ökning av den effektiva skatten med 100 procentenheter (multiplikator av 20) och minskar således realräntan efter skatt med 4 procentenheter.



- För aktier sammanfaller den reala effektiva skatten med marginals-katten vid evigt innehav (eller så långt innehav att det diskonterade värdet av skatt på realisationsvinst är försumbart). Vid kort innehav leder en ökning av marginals-katten med 10 procentenheter till en ökning av den effektiva skatten med 15 (20) procentenheter vid en inflation av 5 % (10 %). Multiplikatorn är alltså 1,5 (2). En ökning av inflationstakten med 5 procentenheter ökar den effektiva skatten med 25 procentenheter vid en marginals-katt av 50 %, 30 procentenheter vid en marginals-katt av 60 % osv. Multiplikatorn motsvarar således en tiondel av marginals-katten.

Uppenbarligen kan vid höga marginals-katter och hög inflation innehav under 5–10 år av aktier med konstant realvärde leda till en real effektiv skatt överstigande 100 %. Samma konsekvens kan uppkomma vid mycket långa innehav om aktiernas realvärde sjunker och direktavkastningen överstiger realräntan före skatt. Detta gäller uppenbarligen också fastighetsinnehav.

Det är välkänt att räntenivån under efterkrigstiden varit sådan att det varit svårt att uppnå en positiv realränta på nominellt sparande av typ bank-sparande. Den ränta, som vid hög inflation och hög marginals-katt erfordras för att *efter skatt* uppnå positiv realränta är av en sådan storleksordning att den nästan enbart är av kuriositetsintresse. Vid 10 % inflation och 80 % marginals-katt erfordras en ränta av 50 % för att erhålla en realränta av noll efter skatt. Vid 5 % inflation blir motsvarande ränta 25 %. Räntan måste således vara 5 gånger så hög som inflationen vid 80 % skatt. Vid 60 %, 75 % och 85 % marginals-katt blir motsvarande multipel 2 1/2, 4 respektive 6 2/3.

En slutsats är uppenbar och förvisso föga originell. Vid nu rådande inflationstakt och marginals-katter kan sparande, vars hela nominella avkastning blir föremål för beskattning, ej attrahera privatpersoner, vars sparande styrs av avkastningsmål och som kräver en rimlig chans till positiv realränta efter skatt. Dessa sparare måste söka andra placeringsformer. De sparare, som p. g. a. kunskapsbrist är hänvisade till banksparande, får betala ett högre pris för denna kunskapsbrist ju högre marginals-katten och ju högre inflationen är.

I vårt exempel är det endast fastighetsalternativet som oberoende av inflationstakt, marginals-katt och innehavsperiod ger en positiv realränta efter skatt. Bortsett från skillnaden mellan faktisk årlig direktavkastning och skattepliktig schablonintäkt är detta en konsekvens av antagandet att fastigheten har ett konstant realvärde och att den nominella värdestegringen ej är beskattningsbar. För aktier blir däremot 40 % av realiserad nominell värdestegring beskattad. För att realisationsvinstskatten skall bli densamma för aktier och fastigheter måste av en total värdestegring 40 % utgöra *realvärdestegring*. Är realvärdeökningen större än nämnda 40 % blir realisationsvinstbeskattningen lägre för aktier än fastigheter. Härvid har jag bortsett från det ackumulerade avdraget av 3 000 kr per år för fastigheter. Beaktas även detta ligger det kritiska värdet för real värdestegring över 40 %.

Uppenbarligen kan bristen i beskattningsmässig neutralitet mellan aktier och fastigheter öka med stigande inflation och marginals-katter. Om vi dessutom beaktar möjligheten till lånefinansiering ökar neutralitetsgapet. Detta framgår av nästa avsnitt.

### Effekter av belåning

Låt oss först studera effekter av belåning i anslutning till tidigare exempel och därvid begränsa jämförelsen till aktier och fastigheter. Vi förutsätter att *realräntan* på lån är 4 % före skatt, vilket således vid en inflation av 5 % och 10 % motsvarar en nominalränta av 9 % respektive 14 %. Det förutsätts vidare att den del av låneräntan, som överstiger beskattningsbar direkt avkastning, kan avdras från annan beskattningsbar inkomst. Aktier och fastigheter antas ha ett konstant realvärde och en direktavkastning av 4 % före skatt.

Kalkyler före skatt ger som resultat att realförräntningen på eget kapital är 4 % vid båda alternativen. Detta oberoende av hur stor del av investeringarna, som finansieras med lån (bortsett från 100 % belåning) och oberoende av inflationstakt och innehavsperiod.

Kalkyler efter skatt ger radikalt förändrade resultat. Detta framgår av diagrammen 1-3.

I diagram 1 belyses sambandet mellan realräntan efter skatt på det egna kapitalet och inflation under förutsättning av en belåning motsvarande 50 % av marknadsvärdet och en marginalsatt av 70 %. Den skattepliktiga schablonintäkten för fastighet antas utgöra a. 40 % ( $F_a$ ) och b. 100 % ( $F_b$ ) av den faktiska direktavkastningen. Nominell värdestegring (i takt med inflationen) beskattas ej vad fastigheter beträffar men till 40 % i fråga om aktier. Vid evigt aktieinnehav ( $A_e$ ) blir emellertid den effektiva skatten på värdestegring noll, medan den vid kort innehav ( $A_k$ ) förutsättes motsvara  $0,7 \times 40 = 28$  %.

För att illustrera den i diagram 1 använda kalkylmodellen utgår vi från kurvan  $F_a$ . Vid 5 % inflation erhålles på det egna kapitalet en realränta av 8,1 % efter skatt. Denna kan beräknas enligt nedanstående formel:

$$R_E = R_T + (R_T - R_S) S/E$$

varvid

$R_E$  = Realränta efter skatt på eget kapital

$R_T$  = Realränta efter skatt på totalt kapital (obelånad fastighet)

$R_S$  = Realränta efter skatt för lån

$S/E$  = Relation mellan skulder och eget kapital (skuldsättningsgrad)

Enligt tabell 1 är – vid 5 % inflation och 70 % marginalsatt – den effektiva skatten på realavkastningen på obelånad fastighet 28 % och  $R_T = (1 - 0,28) 4 = 2,9$  %. Den reala låneräntan efter skatt är -2,3 %.  $S/E = 1$ , eftersom skulder och eget kapital är lika.

Således:  $8,1 = 2,9 + (2,9 + 2,3)1$

Vid 10 % inflation är  $R_E = 11,6$ . Eftersom  $R_T$  är opåverkat av inflationen, beror ökningen från 8,1 % till 11,6 % på att den reala låneräntan efter skatt ändras från -2,3 % till -5,8 %. Förändringen (3,5 %) motsvarar ökningen av inflationstakten (5 %) multiplicerad med marginalsakten (70 %). För varje procentenhets ökning av inflationen ökar  $R_E$  med 0,7 procentenheter.

Kurvan för  $A_e$  (respektive  $F_b$ ) ligger på lägre nivå än  $F_a$  beroende på att den effektiva skatten på totalkapitalets realavkastning enligt tabell 1 är 70 % i stället för 28 % och  $R_T$  således  $(1 - 0,7) 4 = 1,2$  % i stället för 2,9 %.

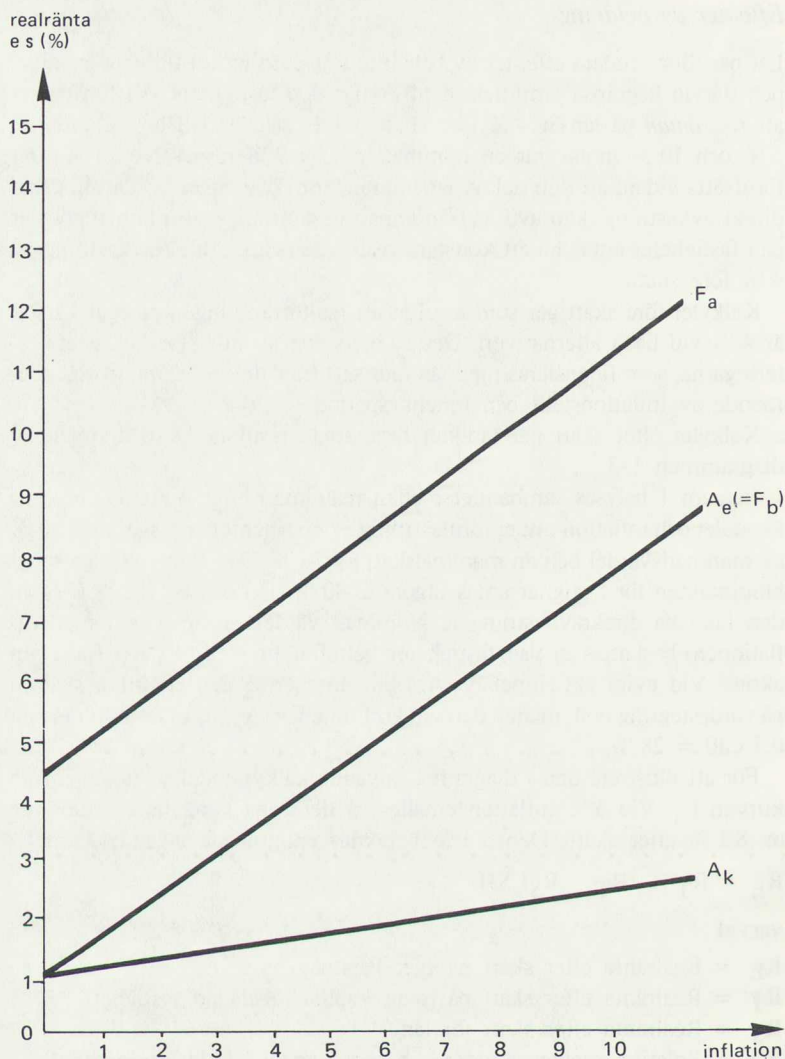


Diagram 1 Realränta efter skatt på eget kapital vid olika inflationstakt. Belåning till 50 % av marknadsvärde och till 4 % realränta. Marginalskatt 70 %.  $F$  = fastighet med konstant realvärde och direkt avkastning av 4 % före skatt, varav beskattningsbart a. 40 % och b. 100 %.  $A$  = aktier med konstant realvärde och direktavkastning av 4 % före skatt.  $A_e$  = evigt aktieinnehav.  $A_k$  = kort aktieinnehav. Inflation i %.

När det gäller kortsiktigt aktieinnehav ( $A_k$ ) blir den effektiva skatten på totalkapitalets realavkastning högre ju högre inflationen är (se tabell 1).  $R_T$  sjunker således men dock icke lika snabbt som  $R_S$  vid stigande inflation, varför  $A_k$ -kurvan blir stigande.

Det bör observeras att antagandet om konstant skuldsättningsgrad innebär en successiv låneökning i takt med ökningen av det nominella marknadsvärdet för fastighet respektive aktier. Denna förutsättning kan sannolikt te sig oréalistisk. Betydelsen av variationer i skuldsättningsgraden framgår av nästa diagram. Det bör också noteras att räntekostnaderna antas vara

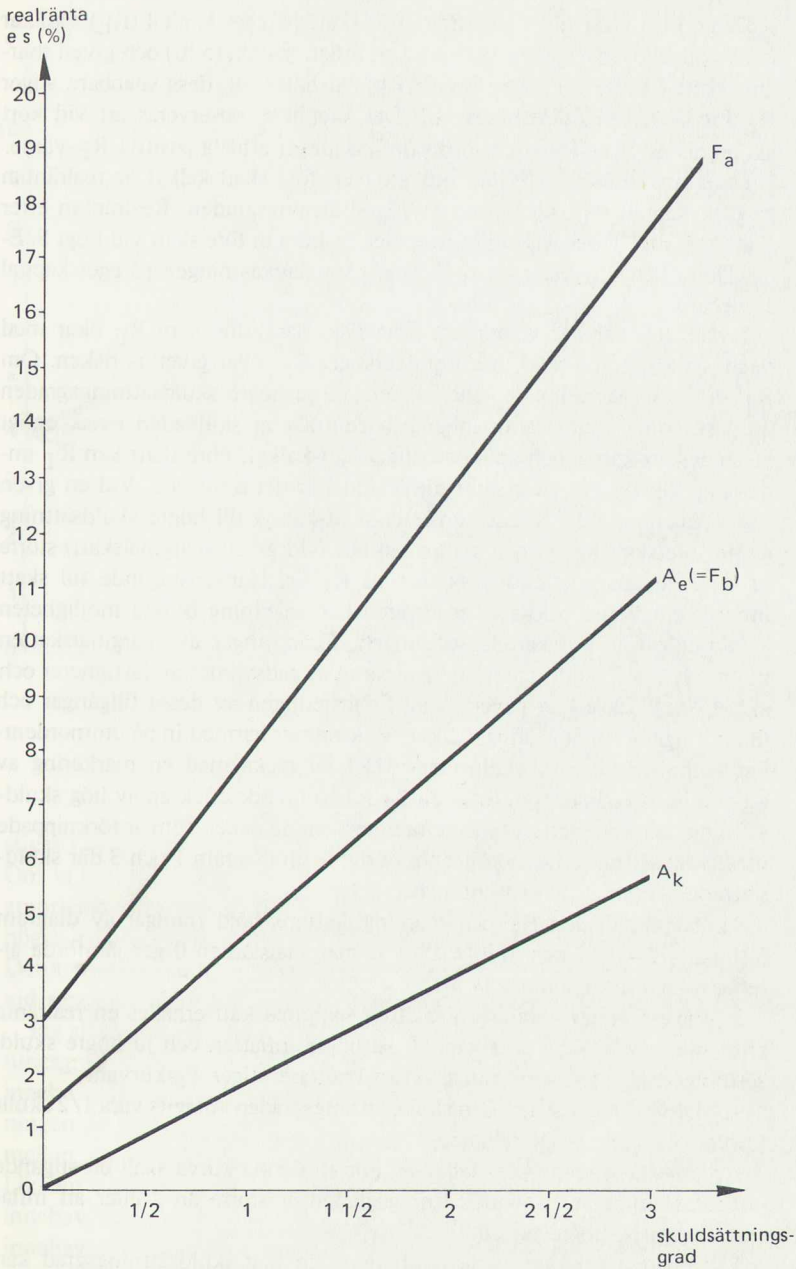


Diagram 2 Realränta efter skatt på eget kapital vid olika skuldsättningsgrad (relation skulder/eget kapital). Inflation = 5%. Förutsättningar i övrigt enligt diagram 1.

effektivt avdragsgilla både vid statlig och kommunal taxering. Det s. k. garantibeloppet vid kommunal taxering av fastighet kan medföra förlust av avdragsrätt för en del av räntekostnaderna, motsvarande högst 2 % av taxeringsvärdet. Hänsynstagande härtill får emellertid relativt obetydlig effekt.  $F_a$ -kurvans startpunkt sjunker med 2/3 % och slutpunkten med ca 1/2 %.  $F_b$ -kurvan påverkas ej emedan skillnaden mellan beskattningsbar direktavkastning och räntekostnader överstiger garantibeloppet.

Diagram 2 visar hur realräntan efter skatt på eget kapital ( $R_E$ ) varierar med skuldsättningsgraden vid en given inflationstakt (5 %) och given marginals katt (70 %). Ju högre  $R_T$  ( $= R_E$  vid  $S/E = 0$ ), dess snabbare stiger  $R_E$  med ökad skuldsättningsgrad. Det kan bl. a. observeras att vid kort aktieinnehav är belåning en förutsättning för att erhålla positivt  $R_E$ -värde.

Det finns anledning erinra om att i en före-skatt-kalkyl är realräntan på eget kapital 4 % oberoende av skuldsättningsgraden. Realräntan efter skatt kan som synes väsentligt överstiga realräntan före skatt vid högt  $S/E$ -tal. Detta kan uttryckas så att skatten på realavkastningen på eget kapital är negativ.

I våra kalkyler har vi bortsett ifrån risk. Samtidigt som  $R_E$  ökar med ökad skuldsättningsgrad, när  $R_T$  överstiger  $R_S$ , ökar givetvis risken. Om  $R_T$  skulle bli lägre än  $R_S$ , blir  $R_E$  mindre ju högre skuldsättningsgraden är. Vad som i detta sammanhang är centralt, är skillnaden i risk enligt en före-skatt-kalkyl och enligt en efter-skatt-kalkyl. Före skatt kan  $R_T$  understiga  $R_S$ , medan efter skatt förhållandet är det omvända. Vid en given riskbenägenhet leder således en efter-skatt-kalkyl till högre skuldsättning än en före-skatt-kalkyl och skillnaden blir (vid given marginals katt) större ju lägre den reala effektiva skatten på  $R_T$  är. Hänsynstagande till skatt innebär emellertid också att placeraren har anledning beakta möjligheten av förändringar av skattelagstiftningen, förändringar av marginals katten m. m. Dylika förändringar kan påverka marknadsvärdet av fastigheter och aktier, som också kan påverkas av finansieringen av dessa tillgångar och förändringar av finansieringsvillkor. Vi kommer härmed in på utomordentligt komplicerade riskbedömningar. Det får räcka med en markering av att den positiva bild, som diagram 2 ger beträffande effekten av hög skuldsättning, bör kompletteras med en erinran om de risker, som är förknippade med skuldsättning. Detta gäller för övrigt även diagram 1 och 3 där skuldsättningsgraden är av väsentlig betydelse.

Sambandet mellan  $R_E$  och marginals kattens höjd framgår av diagram 3 (inflation = 5 % och  $S/E = 1$ ). Vid marginals katten 0 ger jämförda alternativ samma realränta (4 %).

$F_a$ -kurvan stiger brantast. Vid 70 % marginals katt erhålles en realränta efter skatt av 8 % på eget kapital. Ju högre inflation och ju högre skuldsättningsgrad, som förutsättes, desto brantare stiger  $F_a$ -kurvan.

$A_e$ -kurvan stiger svagt. Om skuldsättningsgraden antagits vara 1/2 skulle kurvan ha varit svagt fallande.

$A_k$ -kurvan är som synes fallande. För att denna kurva skall bli stigande erfordras antingen att skuldsättningsgraden är större än 2 eller att inflationstakten är högre än 20 %.

Vid en kombination av hög inflation och hög skuldsättningsgrad kan uppenbarligen det egna kapitalets reallförräntning efter skatt bli högre ju högre marginals katten är. Det kan givetvis betecknas som högst anmärkningsvärt att en hög marginals katt har en positiv förräntningseffekt. Hög marginals katt ökar uppenbarligen också benägenheten till lånefinansiering även om man – såsom förutsatts i exemplen ovan – den nominella låneräntan stiger i takt med inflationen. Förväntas lånets realränta bli lägre ju högre inflationen är förstärks givetvis de positiva effekterna av hög marginals katt. Samtidigt bör än en gång understrykas att diagram 3 förutsätter att lånen

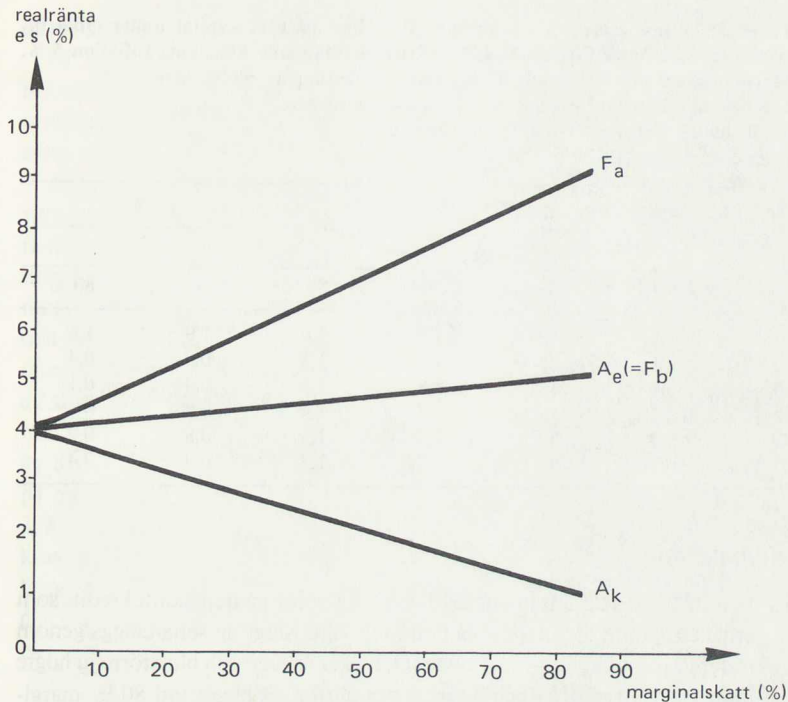


Diagram 3 Realränta efter skatt på eget kapital vid olika marginalskatt. Inflation = 5 %. Förutsättningar i övrigt enligt diagram 1.

stiger i takt med fastigheters respektive aktiers nominella marknadsvärde. Om vi i stället utgått ifrån finansiering med ett initialt lån, som successivt amorteras, sjunker skuldsättningsgraden successivt och i snabbare takt ju högre inflationstakten och den nominella ökningen av marknadsvärdet är. Detta motverkar den positiva förräntningseffekten av hög marginalskatt vid negativt samband mellan real låneränta och inflation.

Jag skall nedan exemplifiera betydelsen av successivt fallande skuldsättningsgrad vid aktiesparande. Härvid är det nödvändigt att studera flerårsinnehav. En marginalanalys genomföres i den meningen att realförräntningen av ytterligare ett års innehav beräknas. Detta innebär en jämförelse mellan att sälja år  $t$  eller år  $t + 1$  ( och samtidigt avveckla utestående lån). Liksom tidigare bortser jag ifrån gällande skärpta beskattning av korttidsinnehav och antar således att 40 %-regeln även gäller för ett- och tvåårsinnehav.

Av nedanstående tabell framgår den marginella realräntan efter skatt på eget kapital<sup>5</sup> vid 5 % inflation, en marginalskatt ( $m$ ) av 70 % och 80 % jämte en belåning som initialt är 50 % av aktiens anskaffningskostnad och som

- ökar i takt med aktiens nominella värdestegring (hälften av värdestegringen belånas)
- är konstant i nominellt belopp
- amorteras med en tiondel per år.

<sup>5</sup> Eget kapital definieras som aktiernas marknadsvärde med avdrag för utestående lån och den skattecredit på nominell värdestegring som erhålles genom ett års förlängning av innehavet. Eget kapital ökar successivt genom att ökningen av marknadsvärdet är större än ökningen av skattecrediterna. Därutöver sker en ökning om relationen mellan utestående lån och aktiernas marknadsvärde sjunker.

Tabell 2 Aktiers marginella realränta efter skatt på eget kapital under olika innehavsår. Realränta före skatt 4 %. Aktiernas realvärde konstant. Inflation 5 %. Marginalskatt (m) 70 % och 80 %. Initial belåning av 50 %, som  
 a. bibehålles konstant i relation till marknadsvärdet,  
 b. bibehålles konstant i nominellt värde och  
 c. amorteras med 1/10 per år

År	Belåningsalternativ					
	a		b		c	
	m = 70 %	80 %	70 %	80 %	70 %	80 %
1	1,9	1,6	1,9	1,6	1,9	1,6
5	2,6	2,4	1,8	1,5	0,9	0,4
10	3,6	3,5	1,8	1,4	0,4	0,1
15	4,7	4,7	1,8	1,4	0,6	0
20	5,4	5,8	1,7	1,3	0,8	0,2
25	6,2	6,8	1,7	1,3	0,9	0,4

### Kommentar

- I alt a. stiger realräntan successivt. Detta beror på den skattekredit, som erhålles genom att skatten på nominell värdestegring senareläggs genom förlängning av innehavsperioden. Den ökar årligen och blir större ju högre marginalskatten är. Realräntan stiger därför snabbare vid 80 % marginalskatt än vid 70 % marginalskatt.
- I alt. b. sjunker realräntan obetydligt med förlängd innehavstid. En negativ förräntningseffekt uppkommer genom att (det i nominellt belopp konstanta) lånet motsvarar en mindre andel av aktiernas nominella marknadsvärde ju längre innehavsperioden blir. Denna effekt motvägs emellertid i det närmaste av den positiva effekten av successivt stigande skattekrediter.
- I alt c. sjunker skuldsättningsgraden snabbare än i alt b. till följd av låneamorteringarna och därmed också det egna kapitalets realförräntning. Efter amorteringstidens slut (år 10) stiger emellertid realräntan till följd av ökande skattekrediter.
- I såväl alt b. som c. blir genomgående den marginella realräntan högre vid marginalskatten 70 % än vid 80 %. I alt a. gäller detta vid innehav upp emot 15 år. Därefter gäller det motsatta.

Sambandet mellan marginalskatt och det egna kapitalets realförräntning är som synes komplicerat. Det påverkas av skuldsättningsgrad, inflationstakt, nivån för real låneränta m. m. Uppenbart är emellertid att – vid de förutsättningar, våra exempel bygger på – fastighetsplaceringar gynnas mera av hög marginalskatt än aktieplaceringar. Härtill kommer att belåningsmöjligheterna för fastighet allmänt torde kunna karakteriseras som gynnsammare än för aktier.

För vissa placeringsformer är det möjligt att mera entydigt uttala sig om sambandet mellan marginalskatt, belåning och förräntningen av eget kapital. Härmed åsyftas sådana placeringar, som premieobligationer och kapitalförsäkringar, vars avkastning – utan hänsyn till lån – beskattas till en konstant, av marginalskatten oberoende, skattesats. Inflationen är i detta sammanhang

ej av primär betydelse, varför diskussionen kan föras i nominella termer.

Ju högre marginalskatten är, desto fördelaktigare är belåning av premieobligationer och kapitalförsäkringar. Belåning kan vidare vara en förutsättning för att på denna typ av placeringar erhålla en positiv realränta efter skatt på eget kapital.

Antag en placering i en hel (eller s. k. falsk) serie av premieobligationer, som ger en garanterad skattefri ränta av 2 % och därutöver en så stor sannolikhet för ytterligare 1 1/2 % ränta, beskattad till 20 %, att även denna betraktas såsom säker. Utan belåning blir således den säkra nominella förräntningen ( $2 + 0,8 \times 1,5 =$ ) 3,2 % efter skatt. Vid en låneränta av 10 % och en marginalskatt av 68 % (dvs. vid en nominell låneränta av 3,2 % efter skatt) blir den det egna kapitalets säkra förräntning efter skatt oberoende av skuldsättningsgraden. Men om marginalskatten överstiger 68 % blir denna förräntning högre ju högre skuldsättningsgraden är. Vid en marginalskatt av 80 % (och en låneränta av 2 % efter skatt) blir förräntningen efter skatt på eget kapital: 4,4 % vid S/E = 1; 5,6 % vid S/E = 2; 6,8 % vid S/E = 3; 8 % vid S/E = 4 osv. För att vid en förväntad inflation av 8 % tillgodose krav på en positiv realränta efter skatt erfordras således att premieobligationerna belånas till mer än 80 %. Premieobligationernas attraktivitet för placerare, som ej tillskriver placeringsformens lotterikaraktär ett egenvärde, blir således i hög grad beroende av marginalskatt och belåningsmöjligheter.

### Förmögenhetsskatt

Ovan har konstaterats att inkomstbeskattningens brist på neutralitet ökar med stigande marginalskatt, inflation och skuldsättningsgrad. Neutralitetsbristen förstärks ytterligare när – såsom sker i detta avsnitt – förmögenhetsskatten beaktas i vår analys.

Liksom tidigare görs en marginalanalys avseende nysparande. Jag utgår vidare ifrån att nysparande avser förmögenhetsbildning ovan gränsen för skattefri förmögenhet (200 tkr). Inom denna gräns är förmögenhetsskatten neutral eftersom den är noll oberoende av sparandeform.

Förmögenhetsskatten är neutral om beskattningsbart och verkligt<sup>6</sup> förmögenhetsvärde sammanfaller för alla former av sparande. Detta neutralitetsvillkor är emellertid inte uppfyllt genom nu gällande regler. Det beskattningsbara förmögenhetsvärdet kan både vara mindre än och större än det verkliga förmögenhetsvärdet.

- Vissa sparandeformer är ej underkastade förmögenhetsskatt (t. ex. pensions- och kapitalförsäkringar, konst, antikviteter o. dyl.).
- För fastigheter torde i allmänhet det beskattningsbara förmögenhetsvärdet (= taxeringsvärdet) understiga det verkliga.
- För börsregistrerade aktier, vars marknadsvärde överstiger anskaffningskostnaden, tillåtes vid förmögenhetstaxering inget avdrag för latent skattekuld på värdetegringen. Det beskattningsbara förmögenhetsvärdet överstiger i dessa fall det verkliga. För att motsvarande skall kunna gälla för fastigheter, måste beskattningsbar realvärdetegring föreligga och därtill anknyttande skattekuld överstiga skillnaden mellan marknads- och taxeringsvärde.

<sup>6</sup> Med "verklig" förmögenhet avses här det belopp som blir disponibelt för ägaren genom avyttring av förmögenhetsobjektet. Avdrag sker då för den inkomstskatt, som utlöses genom en försäljning. Denna definition är uppenbarligen ej tillämplig på förmögenhetsobjekt som ej kan avyttras, t. ex. pensionsförsäkringar. Dessa utgör emellertid ej beskattningsbar förmögenhet.



- För banksparande sammanfaller beskattningsbart och verkligt förmögensvärde.

Relationen mellan beskattningsbar och verklig förmögenhet påverkas också av förekomsten av lån och deras relativa betydelse. Med förmögenhet avses då nettoförmögenheter (eget kapital), dvs. tillgångar minus skulder (inkl. latent skatteskuld på realiserad värdestegring).

Belåningens betydelse illustreras nedan genom att den tidigare jämförelsen mellan aktier och fastigheter kompletteras med beaktande av förmögenhetsskatt. Härvid förutsättes att fastighetens taxeringsvärde motsvarar 75 % av marknadsvärdet, som antas representera ett konstant realvärde och därför kan realiseras utan skattekonsekvenser.

För en obelånad fastighet med ett marknadsvärde av, säg, 200 tkr och ett taxeringsvärde av 150 tkr utgör således det beskattningsbara förmögensvärdet 75 % av det verkliga. Är fastigheten belånad till 50 % av marknadsvärdet blir den beskattningsbara nettoförmögenheten  $(150 - 100 =) 50$  tkr och således 50 % av den verkliga nettoförmögenheten.

Relationen mellan beskattningsbar och verklig nettoförmögenhet på *aktier* beror dels på belåningsgraden, dels på storleken av latent skatteskuld. Den senare är beroende av marginalskatt och värdestegring sedan förvärvet. Om exempelvis 50 av ett marknadsvärde av 150 utgör värdestegring och marginalskatten är 75 %, är den latent skatteskulden  $0,75 \times 0,4 \times 50 = 15$ , dvs. 10 % av marknadsvärdet. Relationen mellan beskattningsbar och verklig förmögenhet blir då  $150/135$ , om aktierna är obelånade. Föreligger belåning ökar denna relation, såsom framgår av tabell 3 nedan.

**Tabell 3 Beskattningsbar nettoförmögenhet i % av verklig nettoförmögenhet för fastighet och aktier vid olika belåningsgrad. (Procentsiffrorna är avrundade till hela tal.)**

Lån i % av marknadsvärde	Fastighet	Aktier med latent skatteskuld av			
		5 %	10 %	15 %	20 %
0	75	105	111	118	125
25	67	107	115	125	136
50	50	111	125	143	167
75	0	125	167	250	500

Den skatt, som drabbar den verkliga nettoförmögenheten, kan således bli mycket olika vid fastighetsinnehav och aktieinnehav. Procentalen i tabell 3 blir bestämmande för den *effektiva förmögenhetsskatten* vid jämförda alternativ. Detta illustreras i nedanstående exempel, i vilket den nominella förmögenhetsskatten antas utgöra 2 %.

	Fastighet	Aktier
1 Marknadsvärde	200	200
2 varav beskattningsbart	150	200
3 Lån	100	100
4 Latent skatteskuld	0	20 (10 %)
5 Nettoförmögenhet (eget kapital)		
a) verklig (1-3-4)	100	80
b) beskattningsbar (2-3)	50	100
6 Förmögenhetsskatt		
a) absolut belopp (2 % av 5b)	1	2
b) effektiv skatt (6a i % av 5a)	1 %	2,5 %

Den effektiva förmögenhetsskatten blir således hälften av den nominella för fastigheten och 1,25 x den nominella för aktier. Skillnaden blir än större, om en del av det beskattningsbara beloppet för aktier faller inom förmögenhetsintervall med högre marginell förmögenhetsskatt.

Den latent skatteskulden för aktier med konstant realvärde blir högre ju högre inflation och ju längre innehavsperioden är. Detta har – enligt vad vi tidigare kunnat konstatera – en positiv effekt på realräntan efter (inkomst-)skatt på eget kapital men bidrar samtidigt till att öka den effektiva förmögenhetsskatten. Hög belåning verkar på samma sätt. För fastigheter däremot har belåningen en gynnsam effekt såväl på realräntan efter skatt som på den effektiva förmögenhetsskatten. Neutralitetsgapet mellan aktier och fastigheter vidgas uppenbarligen när förmögenhetsskatten beaktas. En given realavkastning före skatt på eget kapital som täcker såväl inkomst- som förmögenhetsskatt för fastighet, kan vara otillräcklig för att täcka motsvarande skatter vid aktieplaceringar. Vi har tidigare i anslutning till våra exempel i diagram 2 kunnat konstatera att det vid korta aktieplaceringar erfordras belåning för att uppnå en positiv realränta efter skatt. Tabell 3 belyser vidare att vid längre placeringar låneamorteringar (belåningsalternativ c) kan medföra att realräntan efter skatt sjunker under en nivå erforderlig för att täcka den effektiva förmögenhetsskatten.

Den mest drastiska belysningen av skillnaden i den sammanlagda inkomst- och förmögenhetsbeskattningen mellan olika sparandeformer erhålles genom mått på den nominella förräntning före skatt som erfordras för att bibehålla det investerade kapitalets köpkraft sedan inkomst- och förmögenhetsskatt erlagts. Det kan också uttryckas som den nominella förräntning före skatt, som erfordras för att efter inkomst- och förmögenhetsskatt erhålla en realränta av noll.

För att en bankplacering skall kunna ge en realränta av noll, sedan både inkomst- och förmögenhetsskatt erlagts, erfordras en nominell ränta före skatt, som

vid en marginals-katt av 50 % är 2 ggr	} summan av inflationstakt och förmögenhetsskatt
vid en marginals-katt av 60 % är 2 1/2 ggr	
vid en marginals-katt av 70 % är 3 1/3 ggr	
vid en marginals-katt av 75 % är 4 ggr	
vid en marginals-katt av 80 % är 5 ggr	
vid en marginals-katt av 85 % är 6 2/3 ggr	

Vid en marginals-katt av 80 %, en inflation av 10 % och förmögenhetsskatt

av 2 %, erfordras således en nominalränta av  $5 \times 12 = 60$  % för att bibehålla bankplaceringens realvärde. Motsvarande förräntningskrav vid placeringar i konst, antikviteter o. dyl., som varken inkomst- eller förmögenhetsbeskattas, blir 10 %. Vid placering i fastighet med konstant realvärde erfordras en direktavkastning av ca 3 % och tillsammans med värdestegringen en nominell förräntning av ca 13 %, förutsatt att den skattemässiga schablonintäkten är 2 % av taxeringsvärdet (= 75 % av marknadsvärdet) och ingen hänsyn tas till belåningsmöjligheter. För obelånade aktier med konstant realvärde blir motsvarande förräntningskrav vid korttidsinnehav och en antagen beskattning enligt 40-regeln 37 %, varav således direktavkastningen utgör 27 %. Detta utgör också det med avseende på innehavstiden marginella förräntningskravet vid längre placeringar för att ge en marginell realränta av noll efter inkomst- och förmögenhetsskatt. Uppenbarligen kan – såsom tidigare antytts – belåning av realvärdebeständiga aktier vara ett villkor för att uppnå denna noll-räntenivå vid hög inflation, marginal- och förmögenhetsskatt.

För att vid ovan angivna förutsättningar erhålla en realränta av noll efter inkomst- och förmögenhetsskatt erfordras således en nominell avkastning före skatt av

- 60 % vid banksparande
- 37 % vid aktiesparande
- 13 % vid fastighetssparande
- 10 % vid sparande i konst, antikviteter o. dyl.

Vårt kriterium på neutral beskattning var att rangordningen av olika placeringsalternativ skulle bli densamma enligt en kalkyl före skatt och enligt en kalkyl efter skatt. I exemplet ovan är avvikelserna från neutralitetsvillkoret förvisso markanta.

### *Avslutande och sammanfattande synpunkter*

Här genomförd analys och beskrivning av beskattningen av hushållssparande är långt ifrån fullständig. Den har genomförts under starkt förenklade förutsättningar och är mera av exemplifierande än generell karaktär. Den torde emellertid vara tillräcklig för att belysa beskattningens bristande neutralitet och speciellt den vidgning av neutralitetsgapet som kan skapas av inflation och belåning i kombination med höga marginalsatser.

Vi har otillräcklig kunskap om beskattningens betydelse för sparandevolym och val av sparandeform. Vi vet ej i vilken utsträckning exempelvis sparande på bank, i aktier och i fastighet är med varandra konkurrerande alternativ. Sparande styrs ej enbart av förväntad avkastning. Det torde dock vara odiskutabelt att t. ex. prisbildningen på aktie- och fastighetsmarknaderna påverkas av beskattningssystemet och förändringar härav. Aktiemarknaden karakteriseras av en hög grad av skattemässig heterogenitet mellan olika grupper av köpare och säljare, t. ex. investmentbolag, försäkringsbolag, statliga fonder, stiftelser och fysiska personer med varierande marginal- och förmögenhetsskatt. Denna heterogenitet måste bidra till imperfektioner på marknaden.

Rådande system för beskattning av hushållssparande förtjänar knappast beteckningen "system". Bristen på systematik är kanske den mest utpräglade egenskapen hos gällande lagstiftning. Den synes ej ha utformats i syfte att uppnå av samhället explicit uppställda mål för sparandets volym och inriktning. Utan sådana mål och utan tillfredsställande kunskap om samband mellan beskattning och sparande är det onekligen svårt att utvärdera lagstiftningen eller uttala sig om önskvärda förändringar därav.

Det är emellertid lätt att konstatera att gällande regler ej uppfyller här uppställt villkor för beskattningens neutralitet vid hushållens val av sparandeform. Vid nu rådande inflation och marginalsatser blir neutralitetsbristen speciellt påtaglig när nominellt sparande av typ banksparande, vars hela nominella avkastning beskattas, jämförs med andra sparandeformer. Även om räntan på banksparande anpassas till inflationen och realräntan före skatt således är konstant blir i våra exempel den effektiva skatten på realräntan mer än 100 % och realräntan efter skatt negativ till följd av att inflationskompensationen beskattas. Spegelbilden härav blir att också reallåneränta efter skatt blir negativ och lånen "billigare" efter skatt ju högre inflation och marginalsatt är.

Sparande i aktier, vars utdelning och marknadsvärde stiger i takt med inflationen, ger i våra exempel utan belåning en positiv eller negativ realränta efter skatt beroende på inflationstakt, marginalsatt och innehavsperiod. Belåning kan vid vissa förutsättningar vara ett villkor för att på det egna kapitalet uppnå en positiv realförräntning efter skatt. Detta gäller i än högre grad om även förmögenhetsskatt beaktas.

Den senaste omläggningen av realisationsvinstbeskattningen för aktier syftade till en förbättrad samordning med motsvarande beskattning av fastigheter. Våra exempel belyser att den effektiva reala skatten på fastigheter kan vara betydligt lägre än för aktier. Neutralitetsklyftan vidgas ju högre inflation, belåning, marginalsatt och förmögenhetsskatt är. Om lagstiftningens syfte är neutralitet i beskattning av aktier och fastigheter, föreligger i nuläget ett betydande gap mellan uppställt och uppnått mål. För fastighet med konstant realvärde och en direktavkastning, som sammanfaller med eller understiger skattepliktig schablonintäkt, blir den effektiva reala skatten lika med eller mindre än marginalsatten och realförräntningen efter skatt positiv, även om ingen belåning föreligger. Om lånat kapital med negativ reallåneränta efter skatt placeras i fastighet, som ger positiv realränta, erhålles en positiv placeringsmarginal, som kan bidra till en aktningvärd realförräntning på egen kapitalinsats. Effektiv förmögenhetsskatt blir också lägre ju högre belåningen är.

Premieobligationer med förväntad negativ realränta före skatt kan genom belåning ge en positiv realränta efter skatt på den egna kapitalinsatsen.

I den mån sparande styrs av avkastningsmål skapar kombinationen av hög inflation och höga marginalsatser en effektiv barriär mot banksparande och en efterfrågan på lån, som tillsammans med egenkapitalinsats placeras i objekt med förmånligare beskattning än banksparande. Också en aversion mot låneamorteringar skapas. Men amorteringar, som en del av lånevillkoren, blir ett "tvångssparande" med negativ realränta efter skatt.

Beskattningens effekt på lånebenägenhet torde vara av speciellt intresse från kapitalmarknadssynpunkt. Om man genom förändringar av skattelagar

vill minska lånebenägenheten, kan detta problem ej behandlas isolerat som ett problem om avdragsrätt för räntekostnader. Detta påpekande är inte nytt men behöver upprepas. Negativt sparande i form av uttag från bank och därmed sammanhängande minskning av ränteintäkter måste skattemässigt behandlas på samma sätt som negativt sparande i form av lån och därmed sammanhängande ökning av räntekostnader. Samma gäller positivt sparande i form av banksättningar respektive låneamorteringar. Ökning av ränteintäkter och minskning av räntekostnader måste få samma skattekonsekvenser för att en penningmarknad skall kunna fungera. Problemet kan därför sägas gälla hur man skall åstadkomma en högre grad av beskattningsmässig jämlikhet mellan banksparande och t. ex. aktie- och fastighetssparande. Jämlikhetssträvan bör inte ha gällande beskattning av banksparande och likartat nominellt sparande som riktmärke. Såvida man inte tror på stabilt framtida penningvärde, väsentligt minskade marginalskatter eller minskat behov av hushållssparande. Ett dilemma är sambandet mellan marknadsvärdet på t. ex. aktier och fastigheter och beskattningens utformning och förändringar härav.

# Bilaga 3 Aktiemarknaden

Av bankdirektör *Torsten Carlsson*

# Bilaga 3 - Akriviskriksnaden

Enligt artikel 1 i Akriviskriksnadsförordningen (SFS 2004:113) ska denna nads utgöra en del av den kommunala verksamheten och ha till uppgift att förbereda och genomföra de åtgärder som krävs för att förebygga, begränsa och avlägsna akri- och skadegörande insekter samt att utvärdera och rapportera till kommunstyrelsen om den akri- och skadegörande insektslägesförhållanden i kommunen. Nadsens verksamhet ska grundas på samråd och samarbete med de berörda myndigheterna och andra berörda parter. Nadsens verksamhet ska grundas på samråd och samarbete med de berörda myndigheterna och andra berörda parter. Nadsens verksamhet ska grundas på samråd och samarbete med de berörda myndigheterna och andra berörda parter. Nadsens verksamhet ska grundas på samråd och samarbete med de berörda myndigheterna och andra berörda parter.

## Förord

Denna undersökning utfördes i huvudsak under 1975–76 och avslutades i maj 1977. Vissa statistiska och andra smärre kompletteringar har gjorts hösten 1977. Framställningen har emellertid inte kunnat ta hänsyn till den dramatiska tillspetsning av en sedan flera år pågående negativ utveckling av lönsamhet och finanser som ett stort antal företag erfarit under loppet av 1977 med konsekvenser bl. a. för utvecklingen på börsen. Denna begränsning har både sina för- och nackdelar. En nackdel är att just accelerationen i försämringen av företagens finanser kunde motivera att problemen studerades med delvis nya perspektiv, t. ex. sådana som föranleds av subventionspolitiken och allmänhetens eventuellt ändrade attityder till placeringar i aktier. Å andra sidan kan det vara en fördel att vid ett försök till långsiktig bedömning på denna marknad inte alltför mycket låta de förhållanden och de stämningar som rådde på hösten 1977 dominera.

Kamrer Gunnar Byttner, Svenska handelsbanken, civilekonom Rolf Lydahl, Aktiv Placering ab och kamrer Bo W Mattson, Skandinaviska enskilda banken, har medverkat med värdefulla synpunkter, material och beräkningar.

Torsten Carlsson



# Innehåll

<i>I Utgångspunkter och inledande synpunkter</i> . . . . .	32
Den samhällsekonomiska och företagsekonomiska bakgrunden . . . . .	32
Det egna kapitalets roll . . . . .	35
Marknaden för riskvilligt kapital . . . . .	36
Undersökningens uppläggning . . . . .	36
 <i>II Vinster, utdelningar och finanser i börsbolagen</i> . . . . .	 38
Metodiken i Aktiv Placerings analyser . . . . .	38
Räntabilitetsutveckling . . . . .	39
Utdelningar, börskurser och aktieavkastning . . . . .	45
 <i>III Företagens efterfrågan på riskvilligt kapital</i> . . . . .	 51
Emissioner i börsföretagen 1960–76 . . . . .	51
Framtida emissioner . . . . .	54
Lönsamhetsproblem . . . . .	58
Företagsbeskattningen . . . . .	59
Bolagsskatten i ett större sammanhang . . . . .	60
Dubbelbeskattning och Annell-avdrag . . . . .	62
Ny emissionsteknik . . . . .	63
Emissionskostnader . . . . .	66
 <i>IV Utbudet av riskvilligt kapital</i> . . . . .	 68
Det framtida utbudet . . . . .	68
Källorna bakom utbudet av kapital . . . . .	69
Ägarstrukturen i börsbolagen . . . . .	71
Placerarna på aktiemarknaden . . . . .	74
Olika placerarkategoriernas framtida insatser . . . . .	76
Hushållens kapacitet och placeringsvanor . . . . .	77
Ändrade skatteregler . . . . .	78
Mera information . . . . .	78
Utgiftsbeskattning . . . . .	78
Investeringsfonder för hushåll . . . . .	79
Organiserat lönsparande . . . . .	80
Försäkringsbolagens aktieplaceringar . . . . .	81
Investmentbolagen . . . . .	82
Vissa rörelsedrivande bolag . . . . .	85
Stiftelser . . . . .	86

Aktiefonder . . . . .	87
Bankers förvärv av aktier i samband med emission . . . . .	89
4:e AP-fonden . . . . .	90
Utländskt kapital . . . . .	91
<i>V Börsen och handeln med aktier . . . . .</i>	<i>95</i>
Börsens roll . . . . .	95
Organisationen av börsens verksamhet och värdepappershandeln . . . . .	95
De börsregistrerade företagen . . . . .	97
Fondhandlarlistan . . . . .	98
Internationell jämförelse . . . . .	101
Handeln med aktier . . . . .	101
Värdepappershandelns kostnadsproblem . . . . .	105
Nya företag på börsen . . . . .	106

## I Utgångspunkter och inledande synpunkter

Denna PM behandlar en del av företagens kapitalförsörjning. Uppgiften är att inventera åtgärder som kan vara ägnade att förbättra de *börsregistrerade* företagens försörjning med *kapital från aktiemarknaden*.

### *Den samhällsekonomiska och företagsekonomiska bakgrunden*

Vilka krav som kommer att ställas på de finansiella institutioner som betjänar näringslivet beror ytterst på den samhällsekonomiska utvecklingen. En expanderande ekonomi med stora investeringar inom företagssektorn föranleder givetvis snabbare tillväxt av företagens kapital – och därmed andra kvantitativa och kvalitativa krav på institutionernas förmedlande verksamhet – än en stagnerande utveckling. Sambandet mellan institutionernas utveckling och den reala ekonomiska utvecklingen är emellertid inte enbart av den arten, att de finansiella institutionerna har att anpassa sig efter den reala sektorns krav. Orsakssambandet går också åt andra hållet. Kreativitet hos de finansiella institutionerna kan stimulera och underlätta utvecklingen för de företag m. fl. de betjänar.

En diskussion om behov och vägar att förbättra *aktiemarknadens* funktion och kapacitet bör – och det gäller naturligtvis också kapitalmarknaden i övrigt – ha ett *långsiktigt perspektiv* – åtminstone tio år. Detta bl. a. därför att det tar lång tid, innan de åtgärder kapitalmarknadsutredningen kan komma att föreslå leder till beslut av statsmakter och andra adressater. Det tar ytterligare tid, innan besluten får effekt. Därför har de kalkyler för tiden fram till 1980 som LU 75<sup>1</sup> och IUI<sup>2</sup> gör i sina långtidsprognoser ett för kort perspektiv. Det förefaller emellertid rimligt att anta, att karaktären av de problem som presenteras, liksom de angivna ledmotiven för den ekonomiska politiken, kommer att bestå även bortom 1980. Den utblick mot sekelskiftet som avslutar LU 75 stöder detta antagande.

Båda utredningarna har sålunda pekat på en rad omständigheter som för med sig stora investeringsbehov inom näringslivet – rättställandet av bytbalansen mot utlandet och på längre sikt energiförsörjningen, kapitalkrävande teknologi, fortsatt strukturomvandling, miljökrav m. m. Båda innehåller beräkningar om hur stora investeringsprogram som behövs inom olika samhällssektorer för att säkerställa uppställda produktionsmål. Dessa kan begagnas – med de reservationer som kommer att framgå – som underlag för en bedömning av de föreliggande finansieringsuppgifterna.

En sådan reservation gäller de företagsekonomiska förutsättningarna för

<sup>1</sup> Långtidsutredningen 1975. Finansdepartementets ekonomiska avd. (SOU 1975:89).

<sup>2</sup> IUI:s långtidsbedömning 1976, *Utvecklingsvägar för svensk ekonomi fram till 1980*.

en expansion i den av långtidsutredningarna önskade omfattningen. Under efterkrigstiden har det i den svenska ekonomin förvisso funnits många så att säga inbyggda incitament till expansion och substitution av arbetskraft med kapital. Exempel på detta är det starka tryck uppåt på kostnaderna, som löntagarnas organisationer kontinuerligt utövar, vilket för större delen av arbetsmarknaden innebär lönekrav som överskrider eller anticiperar produktivetsförbättringarna. En alltmer komplicerad och dyrbar teknologi leder också till stigande kapitalintensitet. I en hård internationell konkurrens är också marknadsföringen mycket kapitalkrävande. Allt detta förorsakar problem som det hittills ofta varit lättare att klara för ett växande företag än för ett stagnerande. Vidare är reglerna för företagsbeskattningen sådana, att expanderande företag gynnas.

Det är emellertid inte säkert att investeringar av den kalkylerade omfattningen kommer till stånd enbart därför att detta är samhällsekonomiskt önskvärt, även om företagsledarna delar de ekonomisk-politiska ambitionerna. De företagsekonomiska förutsättningarna måste också finnas. Tillräckligt många företag måste finna det möjligt att expandera med hänsyn till marknader, lönsamhet och finanser. Företagsledningarna står emellertid, när det gäller expansionstakten, inför en delikat avvägningsuppgift, som har karaktären av ett företagsekonomiskt balansnummer. Expansion är endast möjlig om en rad krav kan tillgodoses – bl. a. lönsamhet och soliditet. En företagsledning kan inte ta på sitt ansvar att engagera kapital – det må vara företagets hopsparade medel eller nytt kapital utifrån – med mindre än att vissa räntabilitetskrav kan mötas. Gällande räntor måste betalas för pengar som lånats på marknaden. Ägarnas avkastningskrav måste tillgodoses. Företagsledarna formulerar därtill ofta själva avkastningskrav som inkluderar en viss kapacitet för företagssparande. Riskvilligheten beror i hög grad på självfinansieringsmöjligheterna.

Det är således uppenbart, att sådana begrepp som "behov av kapital" och "tillgång på kapital" inte har någon absolut innebörd. Vad det i stället blir fråga om, när man diskuterar aktiemarknadens framtida roll som sparbörssa och finansieringskälla, är ett studium av de faktorer som bestämmer utbud av respektive efterfrågan på riskvilligt kapital. Det gäller således att närmare undersöka de bedömningar och restriktioner som ett företag som överväger att göra en nyemission har att ta ställning till, respektive de bedömningar som placerarna har att göra. Däremot är det inte meningsfullt att söka göra siffermässigt preciserade prognoser för efterfrågan och utbud av kapital på aktiemarknaden.

Den diskussion av institutionella och tekniska reformer, i syfte att underlätta tillflödet av riskvilligt kapital i företagen som följer längre fram, utgår ifrån att företagen kommer att arbeta inom ramen för en *marknadsekonomi* av den typ vi nu har. Det betyder att företagets försörjning med externt kapital väsentligen skall ske via en kapitalmarknad, varav aktiemarknaden är en del och att aktörerna på dessa marknader – placerare, företagsledningar, mellanhänder – agerar enligt marknadsekonomin principer, vilket bl. a. innebär att kapital i första hand slussas till expansiva och lönsamma företag och att kapital dras bort från områden med dåliga lönsamhetsutsikter. En fråga är emellertid hur pass realistisk en sådan förutsättning är. Det finns tecken som tyder på, att vi kan stå inför institutionella

förändringar som inskränker det område, där marknadsekonomin strikt tillämpas eller i varje fall förändrar dess sätt att fungera.

Så blir fallet när staten satsar riskvilligt kapital med lägre avkastningskrav än marknadens och/eller lämnar selektiva subventioner i syfte att stödja företag och branscher som har dålig lönsamhet och därför svårigheter att upprätthålla produktion och sysselsättning. I de svårare fallen såsom stålindustri, varv, textil m. fl. branscher rör det sig om djupa strukturproblem. Det är risk att en avsevärd del av det kapital som investeras inom industrin under de närmaste åren kommer att avse sjuka industrier, varigenom det blir mindre över till de friska.

Det är emellertid inte bara staten som sätter in nytt kapital i företag och branscher med dåliga eller tveksamma framtidsutsikter beträffande lönsamheten. Nya politiska attityder ifråga om ägares ansvar synes vara på väg att utvecklas. Dessa attityder är av den innebörden, att ägare till krisdrabbade företag, av hänsyn till sysselsättning och samhällsinvesteringar på den ort där de är verksamma, anses ha en skyldighet att göra kapitalinsatser utöver de som redan gjorts. Detta avses givetvis böra ske i lönsam verksamhet, men om sådan inte kan skapas, kan kravet innebära, att "goda pengar kastas efter dåliga". Det är emellertid oklart hur långt dessa krav sträcker sig såväl när det gäller insatsernas omfattning som vilka ägare som skall göra dem när ägarna är flera. Vad den senare frågan beträffar har kraven hittills riktats mot stora enskilda ägare eller ägargrupper, investmentbolag och storföretag, däremot inte direkt mot enskilda, små aktieägare. Dessa kan emellertid indirekt bli berörda av åtgärder som större ägargrupper vidtar. En principfråga som här ställs på sin spets gäller det till den ursprungliga kapitalinsatsen begränsade ansvar som aktiebolaget som företagsform bygger på, en konstruktion som är en viktig förutsättning för aktiemarknadens funktion.

Det bör i detta sammanhang framhållas att i praktiken redan tidigare stora ägargrupper ofta accepterat ett speciellt ägaransvar för sitt företags fortbestånd. Det nya och problematiska är, att samtidigt som toleransmarginalerna minskat när det gällt inskränkningar och förändringar i sysselsättningen, företagets möjligheter att erbjuda stabilitet minskat. Påfrestningarna från konjunktursvängningar och strukturella förändringar har ökat och företagen har blivit finansiellt mera sårbara än tidigare till följd av den försämring av lönsamhet och soliditet som under de senaste 10-15 åren drabbat större delen av företagssektorn.

Ett förhållande som kan bli av betydelse för aktiemarknadens funktion är vidare de minskade politiska toleransmarginalerna, när det gäller variationer i företagets vinster och räntabilitet. De nyss berörda problemen kan också uttryckas så, att konsekvenserna ifråga om kapitalallokering och sysselsättning för företag som har alltför låg räntabilitet eller går med förlust inte utan vidare accepteras av anställda, fackföreningar och politiker. Det finns emellertid av allt att döma också en snäv toleransgräns uppåt. Vinstökningar upp till vad som betraktas som hög nivå accepteras inte heller utan vidare av fördelningspolitiska skäl.

Intimt sammanhängande härmed är en annan fråga som sannolikt kommer att bli av stor betydelse för den framtida företagsfinansieringen och därmed för aktiemarknaden. Härmed avses de förslag som diskuteras och

utreds och som avser att göra de *anställda delaktiga* i den kapitalbildning som sker i företagen. Sådana system kan läggas upp på många olika sätt. De kan konstrueras så, att de förstärker marknadens kapacitet. De kan också utformas så, att de bryter ner den.

Det har inte ansetts ligga inom ramen för denna PM att undersöka hur här berörda institutionella förändringar, t. ex. ett system med löntagarfonder kan tänkas påverka företagens kapitalförsörjning. Vissa slag av system för löntagarfonder skulle innebära ett samhällssystem som radikalt avviker från det nuvarande. I det följande är, som redan nämnts, utgångspunkten att förändringarna inte blir större än att en marknad för kapital kan fungera, och det är denna marknads förkovran som den fortsatta undersökningen är inriktad på.

### *Det egna kapitalets roll*

Det kan för den fortsatta framställningen vara av värde att något närmare belysa *det egna kapitalets roll i företaget*. Ofta sätter man likhetstecken mellan begreppen "riskbärande kapital" och "företagets eget kapital". Om detta skulle leda till föreställningen att det främmande kapitalet inte skulle vara riskbärande, är emellertid denna föreställning felaktig. Allt kapital som arbetar i ett företag är riskbärande. Däremot föreligger i en del avseenden viktiga skillnader mellan det egna och det främmande kapitalet.

För det första måste företaget täcka uppkommande förluster i rörelsen ur det egna kapitalet. Denna *buffertroll* är det egna kapitalets egentliga uppgift i företaget. Ju mer eget kapital i förhållande till det främmande kapitalet företaget har, dvs. ju högre soliditeten är, desto mindre är risken för det främmande kapitalet och dess bättre kreditvärdigheten. Omvänt gäller också att risken för det främmande kapitalet ökar med sjunkande soliditet.

För det andra är det egna kapitalet *bundet* i företaget, medan det främmande kapitalet endast kan utnyttjas på vissa villkor eller på viss tid och följaktligen mer eller mindre snabbt kan tas ut ur företaget – vid anfordran, vid bestämda tidpunkter eller under andra omständigheter. Det egna kapitalet har endast tre vägar *ut ur* företaget – antingen att gå förlorat genom underskott i företagets verksamhet eller att, i den mån det utgör överskott i rörelsen, helt eller delvis utdelas till aktieägarna eller slutligen, i den mån det utgör av ägarna inbetalt kapital eller i företaget bundet överskott, utskiftas till företagets ägare, sedan allt främmande kapital återbetalats och företaget upplösts.

För det tredje har det egna kapitalet *ingen ovillkorlig rätt till ersättning*. Det främmande kapitalet disponeras i företaget endast mot i förväg avtalad ersättning. Det egna kapitalets ägare får ersättning, först sedan arbetskraft, leverantörer och samhälle samt ägare av främmande kapital fått vad på dem ankommer enligt ingångna avtal samt medel avsatts för beräknad eller påvisad värdeminskning eller förslitning av tillgångar. Vad som därefter återstår tillfaller företaget, där det binds såsom eget kapital eller utdelas till företagets ägare.

Aktiekapitalets roll som riskabsorbator har av Ingemar Ståhl<sup>3</sup> uttryckts på följande sätt.

<sup>3</sup> *Ägande och makt i företagen*, Ekonomisk debatt nr 1-1976 sid. 66.

”Aktieägarna kan således betraktas som en grupp finansiärer som genom fordringsbevisens synnerligen öppna konstruktion – kontraktet ger i princip endast andel i nettovinst sedan alla andra kontraktspartners erhållit sin i förväg överenskomna ersättning – är beredda att ta på sig en stor del av osäkerheten och därmed skydda och garantera fullföljandet av övriga kontrakt.”

Till detta kan läggas, att om aktiekapitalet och ersättning till kapitalet avskaffades, skulle det vara nödvändigt att finna någon annan form för att fånga upp de risker för kapitalförluster som är förknippade med varje form av företagsamhet och för detta skulle det vara nödvändigt att betala ett pris.

### *Marknaden för riskvilligt kapital*

Denna undersökning avser de börsregistrerade företagens försörjning med externt, riskvilligt (eget) kapital. Dessa är i nuläget en klart avgränsad grupp – de 96 företagen på börslistan. Gruppen är emellertid inte helt synonym med vad man bör innefatta i begreppet marknaden för riskvilligt kapital. När man riktar blicken ett antal år framåt i tiden, får man anledning att intressera sig för, inte blott kapitaltillförseln till de nu börsregistrerade företagen, utan också att söka bedöma, i vilken omfattning det kan finnas behov och möjligheter att *nyintroducera* företag. En intressant fråga är också, i vilken mån *icke börsregistrerade företag* kommer att tillföras eget kapital genom att bli inlemmade i börsregistrerade investmentbolag eller rörelse drivande koncerner. Detta kan ju ses som ett alternativ till egen börsintroduktion eller som en indirekt kontakt med en marknad, till vilken företaget själv kanske inte kan få tillträde. Den förmedling av riskbärande, eget kapital som banker, andra fondkommissionärer m. fl. i viss omfattning bedriver, bör dock inte räknas in i den organiserade marknaden för riskvilligt kapital.

De börsintroducerade företagen representerar en betydande del av näringslivet – framför allt av industrin. De börsregistrerade industriföretagen svarar sålunda för mer än hälften av industrins totala förädlingsvärde. En betydande del av rederirörelsen finns också representerad på börser. De börsregistrerade företagen svarar för ca 10 % av den totala detaljhandelsomsättningen. Av affärsbankerna är alla utom PKbanken, Sparbankernas bank, Föreningsbankernas bank, Bohusbanken och Jämtlands folkbank börsföretag. (Jämtlands folkbank är upptagen på fondhandlarlistan.)

### *Undersökningens uppläggning*

I den följande framställningen presenteras i avsnitt II en översikt av börsföretagens utveckling 1967–1976 med vissa längre tillbakablickar. Därefter diskuteras i avsnitt III olika faktorer som bestämmer företagens efterfrågan på riskvilligt kapital samt tänkbara åtgärder i syfte att underlätta för företagen att ta i anspråk sådant kapital. I avsnitt IV behandlas utbudet av riskvilligt kapital, olika placerarkategoriernas betydelse och tänkbara åtgärder för att stimulera utbudet av sådant kapital. I avsnitt V behandlas slutligen frågor rörande marknadsplatsen, dvs. börsernas funktioner.

Flera av de övriga bilagor som utarbetats för kapitalmarknadsutredningens räkning behandlar samma frågor som föreliggande promemoria – dock ur delvis andra aspekter. Detta gäller Åke Wennman: *Kapitalmarknader utomlands* (bil. 1), Sven Erik Johansson: *Hushållssparande och skatteregler* (bil. 2) och IUI: *Industrins tillväxt och långsiktiga finansiering* (bil. 4). En del av detta material har begagnats i denna promemoria.



## II Vinster, utdelningar och finanser i börsbolagen

Som bakgrund till en diskussion av börsföretagens försörjning med eget kapital hade det varit önskvärt att kunna presentera en sammanhängande analys av utvecklingen av företagens vinster och finansiella struktur över åtminstone en tjuogoårsperiod. Det finns emellertid inte något statistiskt material som är så omfattande att det möjliggör detta. Statistiska centralbyråns vinststatistik som infördes i början av 1950-talet utbyggdes successivt och blev mera fullständig först mot slutet av 1960-talet. Andra lönsamhetsundersökningar, som dock begränsar sig till viss industribransch eller till viss period, är Sveriges verkstadsförenings statistik beträffande verkstadsindustrin och Rolf Rundfelts (IUI) undersökningar för den Waldenströmska kommittén beträffande effektiv avkastning på börsnoterade aktier för perioden 1965–74.

I föreliggande promemoria har använts som huvudkälla det material som Aktiv Placering ab (tidigare Skandinaviska bankens analysavdelning) sedan mitten av 1960-talet varje år presenterat i Skandinaviska enskilda bankens (Skandinaviska bankens) kvartalsskrift. Den senaste redovisningen sträcker sig fram t. o. m. 1976. Stundom hänvisas också till annat material. Den dramatiska utvecklingen under 1977 med (från föregående år fortsatt) kraftig resultatförsämring och nedgång i börskurserna har inte kunnat behandlas i denna PM.

### *Metodiken i Aktiv Placerings analyser*

I undersökningarna ingår börsnoterade företag med undantag för banker, försäkringsbolag och investmentbolag. För att komma med i undersökningen rörande lönsamhetsutveckling måste ett bolag ha varit börsnoterat i minst tre år. För åren 1974–76 ingår 64 av de 67 industri-, handels-, rederi- och fastighetsbolag som var börsnoterade vid utgången av 1976. Detta förfarande innebär sålunda, att man måste vara medveten om att i gruppen ingående företag inte är desamma över hela perioden. En serie för hela perioden 1965–76 har erhållits genom att resultaten från jämförbara treårsperioder kedjats ihop. För att markera detta har i tabellerna vissa siffror för åren 1965–73 satts inom parentes.

Det vinstbegrepp som användes i Aktiv Placerings analyser avser att ge ett mått på den utdelningsbara vinsten och överensstämmer med det beräkningssätt som Sveriges finansanalytikers förening rekommenderat som underlag för kapitalplaceringsbeslut.<sup>4</sup> I syfte att åstadkomma ett sådant mått

<sup>4</sup> Sveriges finansanalytikers förening: *Definition och beräkning av resultat per aktie*. Stockholm 1974.

framtages ett "beräknat nettoresultat". Prisförändringar på lager exkluderas och avskrivningar beräknas på återanskaffningsvärdet. Vidare beräknas den skatt som koncernerna skulle få betala, om de beräknade nettoresultaten redovisades och utdelades. I den mån som detaljuppgifter om skatteförhållanden ej kunnat erhållas, har använts schablonskattesatser, som är knutna till den genomsnittliga kommunala debiteringen. Hänsyn har tagits till transfereringsskatter vid tänkt utdelning av de utländska dotterbolagens beräknade nettoresultat och till de skattereducerade effekterna av särskilda investeringsavdrag, forsknings- och utvecklingsavdrag samt s. k. Annellavdrag.

Det beräknade nettoresultatet kan kort uttryckt beskrivas som det belopp företagen hade kunnat dela ut varje år, om det analyserade året upprepades för all framtid med de angivna förutsättningarna.

### *Räntabilitetsutveckling*

För erhållande av räntabilitetsmått relateras det på angivet sätt beräknade nettoresultatet till det egna kapitalet. I de beräkningar som presenteras i det följande, användes alternativt två olika mått på det egna kapitalet. I *alternativ 1* definieras det såsom synligt eget kapital plus 50 % av obeskattade reserver. Med hänsyn till att det bokförda värdet av anläggningstillgångar ofta ligger långt under dagsvärdet har som *alternativ 2* beräknats ett justerat eget kapital, vilket definieras som det egna kapitalet enligt *alternativ 1*, ökat med uppskattad dold reserv i fastigheter samt hälften av uppskattade dolda reserver i maskiner och inventarier. (Den andra hälften betraktas som skatteskuld.)

De "dolda reserver" i anläggningstillgångar som anges under balansupställningen utgörs, med vissa justeringar, för fastigheter av skillnaden mellan taxeringsvärden och motsvarande bokförda värden samt för maskiner och inventarier av skillnaden mellan halva brandförsäkringsvärden och bokförda värden. Därvid har antagits att taxeringsvärdena under 1971-75 successivt stigit till 1975 års nivå. Man skall givetvis icke räkna med att genom tillägg av sådana grovt schablonberäknade dolda reserver kunna bestämma i någon mening "sanna" värden på bolagets anläggningstillgångar. Avsikten är närmast att belysa skillnaden mellan bokförda värden och några andra värderingsnormer. Beräkningar av dolda reserver har i regel endast kunnat göras för tillgångar i Sverige.

Räntabilitetsutvecklingen 1965-76 belyses av tabell 1 och diagram 1, där emellertid uppgifterna för åren 1965 och 1966 finns tillgängliga endast vad avser beräknat nettoresultat efter skatt i procent av eget kapital och justerat eget kapital samt beräknat resultat före skatt plus kostnadsräntor i procent av justerad balansomslutning.

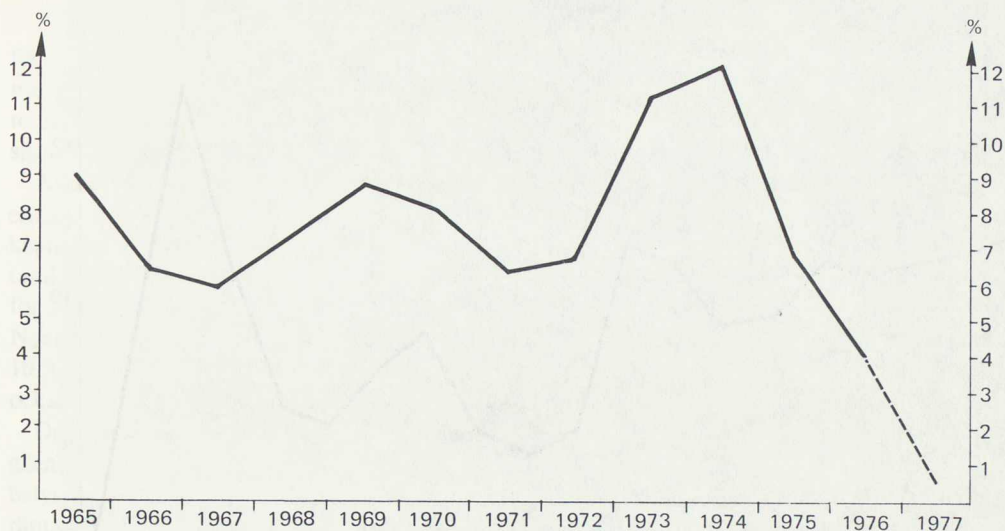
Under åren 1967-76 pendlade nettoresultatet efter skatt i procent av eget kapital enligt *alternativ 1* kring ett genomsnitt av ca 8 % (rad 1). Användes som kapitalmått det justerade egna kapitalet enligt *alternativ 2* blir den genomsnittliga räntabiliteten endast ca 5 % (rad 2). Det bör observeras att nettoresultatet i rad 2 inte ökats med värdestegringsvinster.

För tiden före 1965 finns som nämnts inga motsvarande undersökningar.

Tabell 1 Börsföretagens räntabilitet 1965-1976 (exkl. banker)

	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
1. Beräknat nettoresultat efter skatt i % av eget kapital (alternativ 1)	(9)	(6,5)	(6)	(7,5)	(8,8)	(8,2)	(6,4)	(6,8)	(11,3)	12,1	6,8	4,0
2. Beräknat nettoresultat efter skatt i % av justerat eget kapital (alternativ 2)	(6)	(4)	(3,5)	(5)	(6)	(5,5)	(4,3)	(4,2)	(6,9)	7,3	4,0	2,4
3. Beräknat resultat före skatt i % av justerat eget kapital (alternativ 2)	..	..	(7)	(10)	(12)	(11)	(8)	(8)	(13)	15,3	8,4	4,5
4. Beräknat resultat före skatt och kostnadsräntor i % av justerad balansomslutning (avk. på totalt kap.)	(6,5)	(5)	(4,5)	(5,6)	(6,6)	(6,2)	(4,9)	(4,8)	(6,8)	7,6	5,2	3,9
5. Justerad soliditet	..	..	(44,8)	(43,0)	(41,7)	(40,5)	(39,0)	(38,2)	(37,2)	36,4	35,5	34,1
6. Genomsnittlig skuldränta	..	..	(2,3)	(2,4)	(2,6)	(2,9)	(3,0)	(3,0)	(3,0)	3,2	3,4	3,6
7. Kostnadsräntor/långa skulder	..	..	(6,4)	(6,4)	(7,0)	(7,7)	(7,6)	(7,5)	(7,9)	9,1	9,6	9,8

Källa: Aktiv Placering ab



Att trenden i företagens vinstutveckling varit nedåtgående under de två senaste decennierna antyder dock utvecklingen av bruttovinstmarginalen inom industrin sedan 1957, vilket illustreras i diagram 2.

I tabell 1 rad 3 har räntabiliteten före skatt på justerat eget kapital (alternativ 2) räknats fram. Om man jämför med alternativa placeringar för företagets egna kapital, finner man att avkastningen beräknad på detta sätt hävdad sig åren 1967–74. Åren 1975–76 synes emellertid så inte ha varit fallet. Förräntningen för 1976 uppgår således till knappt hälften av räntan på nyutgivna obligationslån för industribolag. En sammanställning över räntesatser vid emission av långfristiga obligationer för industribolag återfinns i tabell 2.

Rad 4 i tabell 1 visar räntabiliteten på det totala, i företagen arbetande, kapitalet. Det är anmärkningsvärt att den totala räntabiliteten samtliga år fr. o. m. 1966 icke når upp till obligationsräntornas nivå och att även under de s. k. övervinståren 1973 och 1974 den totala förräntningen inte blev högre än 6,8 % resp 7,4 %.

Så länge totalräntabiliteten är större än låneräntan tjänar företagen på att öka sin skuldsättning. Att företagen använt sig av denna möjlighet att förbättra avkastningen på det egna kapitalet framgår av tabell 1 rad 5, som visar hur den justerade soliditeten (justerat eget kapital i relation till justerad balansomslutning) succesivt sjunkit under perioden – från 44,8 % till 34,1 % 1976. Soliditeten försämrades trots de stora ny- och fondemissioner som ägde rum 1975 och 1976. De kortfristiga skulderna ökade sin andel av justerad balansomslutning från 21,4 % 1966 till 28,8 % 1976. De siffror för totalräntabiliteten som redovisas i tabell 1 rad 5 skulle emellertid inte möjliggöra en positiv ”hävstångseffekt” (leverage), om gällande marknadsräntor betalats för hela skuldsumman. Att en sådan effekt ändå kunnat komma till stånd får sin förklaring i rad 6, där de genomsnittliga skuldräntorna redovisas. Dessa har som synes för alla de undersökta åren legat långt under de marknadsmässiga räntorna – för 1976 endast 3,6 %. Detta

Diagram 1 Börsföretagen exkl. banker: Beräknat nettoresultat efter skatt, i procent av eget kapital inkl. hälften av obeskattade reserver

Källa: Aktiv Placering ab.

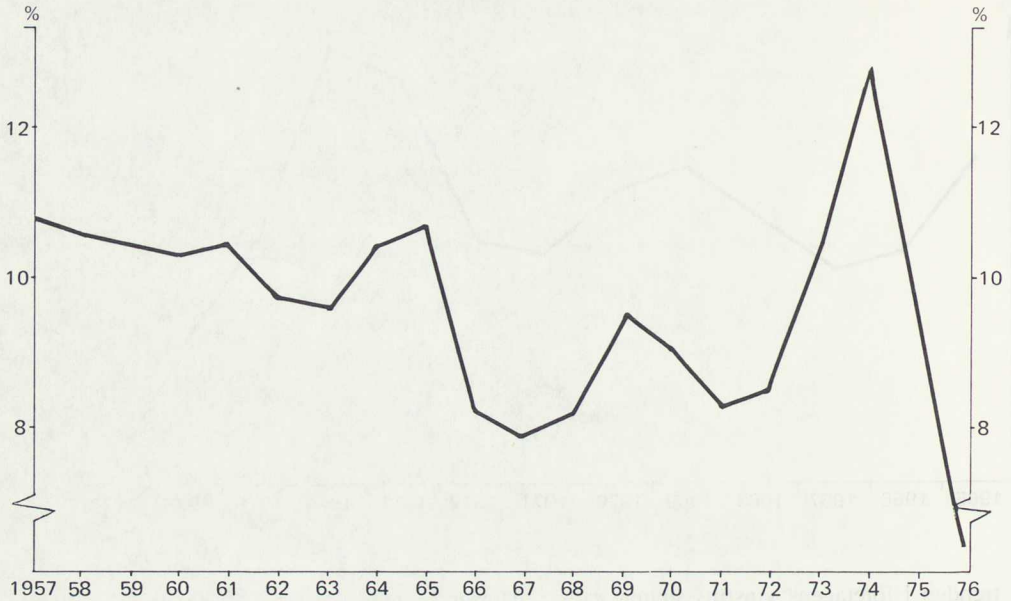


Diagram 2 Bruttovinst-marginal inom industrin 1957-1976

Anm.: Bruttovinst justerad för lagernedskrivning i procent av omsättningen

Källa: Konjunkturinstitutet

förklaras av att en mycket betydande del av företagens låneskulder är räntefria. Enligt det analyserade materialet bestod företagens skulder till ca 20 % av latenta skatteskulder som är helt räntefria och till ca 45 % av korta skulder, som till största delen är räntefria. De medel som härrör från anställdas preliminärskatter, socialförsäkringsavgifter, allmän arbetsgivaravgift, mervärdeskatt etc. och som företagen temporärt kan disponera räntefritt motsvaras å andra sidan av uppbördskostnader som stundom kan vara större än räntevinsten.

Tabell 2 Räntesatser vid emission av långfristiga obligationer för industribolag (mot-svarande) (procent)

1965-01-01-1965-04-09	6 1/4
1965-04-10-1966-06-09	6 1/2
1966-06-10-1967-02-02	7,0
1967-02-03-1967-03-09	6,5
1967-03-10-1967-12-14	6,0
1967-12-15-1968-02-08	6,75
1968-02-09-1968-10-10	6,5
1968-11-10-1969-02-27	6,25
1969-12-28-1969-07-10	7,0
1969-07-11-1971-09-09	7,5
1971-09-10-1974-04-02	7,25
1974-04-03-1974-08-15	7,75
1974-08-16-1975-04-16	8,25
1975-04-17-1976-10-03	9,25 A-rating
1976-10-04-	9,75 A-rating

Källa: Skandinaviska enskilda banken

Genom leverageeffekten vid ökad skuldsättning har det varit möjligt att förstärka räntabiliteten på det egna kapitalet. Men denna verkar också i motsatt riktning. Vid en soliditet på 33 % betyder en minskning av den totala räntabiliteten med 1 procentenhet, att förräntningen på eget kapital sjunker med 3 procentenheter.

Av den *finansieringsanalys* som presenteras i tabell 3 framgår att nyemissionerna 1967–76 svarade för en mycket obetydlig del av den totala kapitaltillförseln till bolagen. Nyemissionernas andel av den totala kapitaltillförseln har för flertalet år varit av storleksordningen 2 % med undantag för åren 1969 samt 1975 och 1976, då den var resp. ca 8 %, 5 % och 9 %. Nyemissionernas andel av det egna kapitalets ökning har pendlat omkring 10 % för att åren 1975 och 1976 stiga till 18 resp. 52 %. Tabellen belyser också självfinansieringsgradens utveckling.

De här angivna siffrorna är medeltal för samtliga i undersökningen ingående börsregistrerade företag. Spridningen mellan företagen är emellertid betydande. Det har varit spridning både i tid och rum. Företag med hög räntabilitet får i regel efter någon tid lönsamheten nedpressad under konkurrensens tryck. Företag som vid en viss tidpunkt befinner sig i botten på skalan, kan på grund av förändrad teknologi, struktur, ledning etc. och gynnsamma marknadsbetingelser arbeta sig upp till en högre plats på skalan. Genomsnittssiffrorna döljer därför det dynamiska kraftspelet. Det bör noteras att de dåliga resultaten under senare år för de största börsföretagen såsom SKF, Volvo och Gränges dragit ner genomsnittssiffrorna kraftigt. Tyvärr har det inte varit möjligt att spjälka upp Aktiv Placerings material på ett sådant sätt, att denna spridning kan belysas. Genom undersökningar som gjorts av IUI för Waldenströmgruppen 1976 rörande spridningen i genomsnittlig räntabilitet på eget kapital efter skatt för 40 koncerner på börslistan åren 1970–74 är det möjligt att ge frågan en viss belysning.

Räntabilitet på eget kapital efter skatt (%)	Antal koncerner
0– 1,9	0
2,0– 3,9	1
4,0– 5,9	4
6,0– 7,9	8
8,0– 9,9	8
10,0–11,9	6
12,0–13,9	7
14,0–15,9	6
Summa	40

Källa: Företagsvinster, kapitalförsörjning, löntagarfonder. Rapport från en arbetsgrupp inom näringslivet (Waldenström m. fl.). Sveriges Industriförbund, 1976.

Tabell 3 Finansieringsanalys för börsnoterade företag inom industri och handel (Mdr kr)

	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Medel från årets löpande verksamhet	2,8	3,5	4,5	5,0	4,6	5,1	8,5	13,6	10,0	8,5
Extraordinära poster	0,5	0,7	0,6	1,0	0,6	0,7	0,9	0,7	1,4	1,4
Tillskott från årets verksamhet (A)	3,3	4,2	5,1	6,0	5,2	5,8	9,4	14,3	11,4	9,9
Varulager	-0,1	-0,3	+2,1	+4,2	+2,4	+0,4	+3,0	+9,3	+9,7	+7,3
Kortfr. fordringar o skulder netto	+0,5	+1,2	-0,1	-2,6	-1,1	+0,1	-0,3	-2,7	-4,6	-2,6
Användn. av medel i årets verksamhet (B)	+0,4	+0,9	+2,0	+1,6	+1,3	+0,5	+2,7	+6,6	+5,1	+4,7
Nettofinansiering från årets verksamhet (A-B)	2,9	3,3	3,1	4,4	3,9	5,3	6,7	7,7	6,3	5,2
Ökning av långa skulder o pensionsmedel	2,3	1,4	1,6	2,2	4,0	3,0	3,6	3,5	8,1	7,6
Nyemission	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,1	0,4	0,7	1,4
Övrigt	0,2	0,0	-	0,2	0,2	0,3	0,1	-	0,1	0,7
Summa tillförda medel	5,5	4,8	5,1	6,9	8,2	8,8	10,5	11,6	15,2	14,9
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	4,0	3,5	4,2	6,4	6,5	6,2	7,8	9,9	11,0	13,1
Självfinansieringsgrad (A-B / Inv)	73 %	94 %	74 %	68 %	60 %	85 %	86 %	78 %	57 %	40 %
Avskrivningsbehov	2,4	2,6	2,8	3,1	3,5	3,9	4,5	5,4	6,5	7,2

Källa: Aktiv Placering ab

*Utdelningar, börskurser och aktieavkastning*

Börsbolagens utdelningspolitik har karakteriserats av stabilitet, aversion (tills nyligen) mot utdelningssänkningar och utdelningshöjningar först då en höjd vinstnivå antagits bli varaktig. Utdelningarna har således inte varierats med rörelseresultatet, vilket framgår av nedanstående tablå.

Utdelningens andel av beräknat nettoresultat (%)											
1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
(40)	(57)	(62)	(49)	(41)	(43)	(54)	(53)	(33)	30	53	82

Källa: Aktiv Placering ab.

Under den redovisade tidsperiodens senare del kan vissa förändringar i företagets beteende noteras. Under 1970-talet synes utdelningspolitiken blivit mer rörlig än tidigare. Utdelningshöjningar har kommit tätare – detta som reaktion på att marknaden blivit allt mer intresserad av direktavkastning och utdelningstillväxt. Utdelningssänkningar har också blivit vanligare.

Som framgår av diagram 3 har utvecklingen av aktiekurserna varit något stabilare än företagets beräknade nettoresultat. De starka ökningarna av resultaten 1973 och 1974 åtföljdes alltså inte av motsvarande höjningar av aktiekurserna. Å andra sidan fortsatte kurserna att stiga 1975, trots att resultaten försämrades, och kursfallet 1976 var begränsat i förhållande till den fortsatta resultatförsämringen. Aktiekurserna påverkas givetvis, i synnerhet på kort sikt, av en rad andra faktorer än vinstens storlek, såsom likviditetläget, konjunktutsikter och politiska utspel.

Det mest relevanta måttet på aktiers avkastning är emellertid inte direktavkastningen utan den effektiva avkastningen (totalavkastningen), dvs. ett avkastningsmått som inkluderar utdelning, värdetillväxt och eventuell utskiftning korrigerat för nyemissioner. Sådana beräkningar har gjorts av den statliga aktievinstutredningen (SOU 1965:72) för tiden 1944–64 och av IUI för perioden 1965–76 samt sedan ett antal år av Svenska handelsbanken årligen, senast avseende perioden 1952–76.

Aktievinstutredningens beräkningar utgår från den enstaka aktien. (Be- träffande beräkningsmetoder se SOU 1965:72, bil. 2). IUI:s utredning baseras på samtliga aktier i ett företag och hela utdelningssumman. Därigenom har denna senare utredning i motsats till aktievinstutredningen kunnat beräkna en avkastning för hela marknaden, där det enskilda företaget påverkat genomsnittet i förhållande till sin storlek mätt med börsvärdet. Avkastningsberäkningarna tar också hänsyn till de företag som av någon anledning försvunnit från börsen under undersökningsperioden, eftersom i undersökningen medtagits samtliga företag som var börsregistrerade eller uppförda på fondhandlareföreningens lista vid undersökningsperiodens början. Den effektiva avkastningen är i Svenska handelsbankens undersökning definierad som förändringen i Affärsvärldens olika index och direktavkastningen enligt Svenska handelsbankens beräkningar.

För perioden 1945–64 redovisar aktievinstutredningen en totalavkastning på 10,2 % före skatt, varav för perioden 1955–64 9,9 %. I genomsnitt för hela 20-årsperioden 1945–64 var inflationstakten (konsumentprisindex)



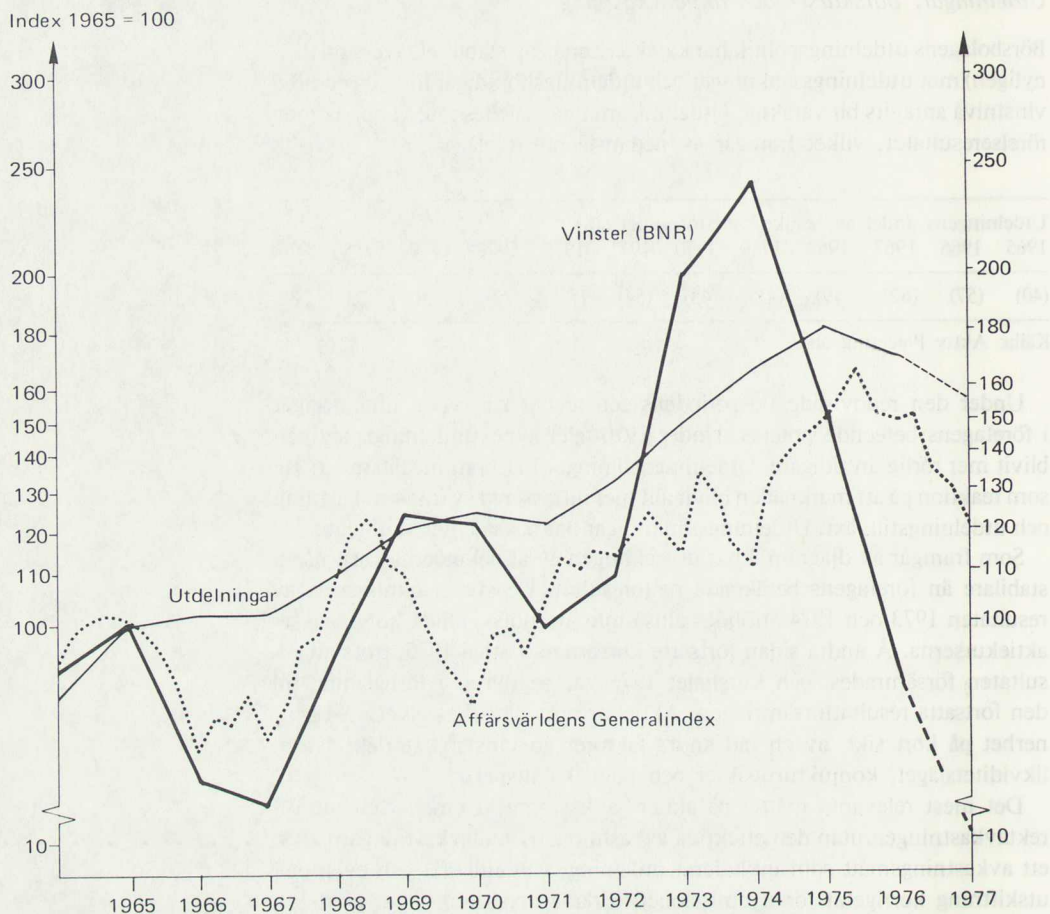


Diagram 3 Samtliga  
börsnoterade bolag exklusive  
banker. Index 1965  
=100

3,8 % per år. Inflationstakten steg emellertid under andra hälften av perioden och var 1955–64 6 % per år.

Enligt IUI:s beräkning var den totala avkastningen på börsnoterade aktier, beräknad dels för 10-årsperioden 1965–74, dels för 12-årsperioden 1965–76 följande.

Källa: Aktiv Placering ab

## Total avkastning på börsnoterade aktier (procent per år)

	Före skatt	För jämförelse med tidigare beräkningar	Efter skatt	Kons. prisindex	För jämförelse med tidigare beräkningar	Kons. prisindex
	1965-76	1965-74	1965-76	1965-76	1965-74	1965-74
Samtliga företag	7,0	5,4	3,9		2,1	
Verkstadsindustri	8,5	8,2	5,6		5,1	
Byggnadsindustri	2,6	1,8	-0,8		-1,7	
Gruvor	5,9	8,6	1,8		4,8	
Skogsindustri	7,6	3,8	4,7		0,5	
Bruksföretag	2,8	0,0	-0,4	6,4	-3,5	5,7
Kemisk industri	6,2	2,2	3,6		-0,8	
Rederier	4,5	6,3	0,3		2,0	
Handel	-6,1	-8,3	-9,2		-11,8	
Försäkringsbolag	18,7	18,8	15,2		15,0	
Banker	7,5	5,9	2,9		1,1	
Investmentbolag	8,2	5,5	5,4		2,4	
Övriga företag	9,7	7,9	6,5		4,4	

Källa: Industriens utredningsinstitut.

Beräkningsmetoderna är i huvudsak desamma som i Rolf Rundfelt: *Effektiv avkastning på aktier*, Forskningsrapport nr 3, 1975 IUI. Vissa förändringar har emellertid gjorts, varför de här erhållna siffrorna 1965-74 något avviker från dem som publicerats i den förut nämnda rapporten.

## Genomsnittlig effektiv avkastning före skatt (procent per år)

	5 år 1972-76	10 år 1967-76	25 år 1952-76	1974	1975	1976
Samtliga	11,2	10,7	9,8	2,4	33,2	5,6
Verkstäder	5,3	9,3	10,8	-5,5	32,0	-5,4
Skogsföretag	25,7	15,5	10,4	7,5	59,6	8,7
Banker	14,7	12,5	9,0	11,7	21,3	28,5
Investmentbolag	17,2	14,0	--	16,7	35,6	13,6

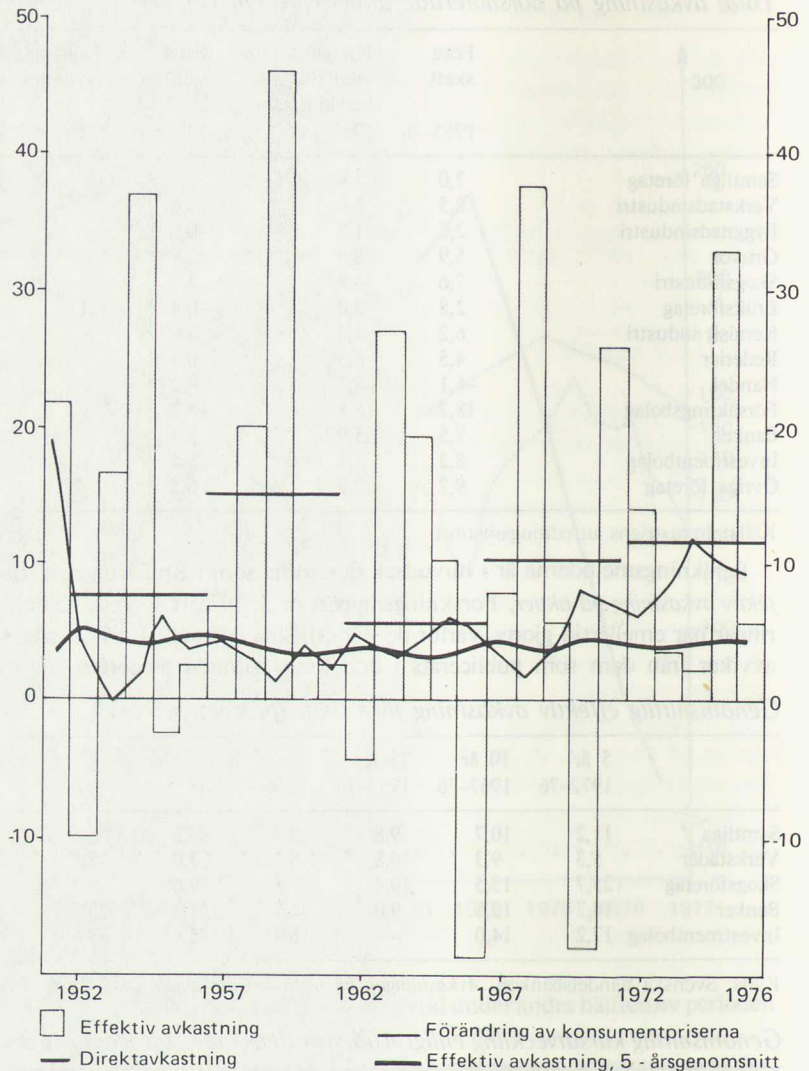
Källa: Svenska handelsbanken, *Avkastningen på börsnoterade aktier 1952-1976*

## Genomsnittlig kursutveckling enligt Affärsvärldens index (procent per år)

	5 år 1972-76	10 år 1967-76	25 år 1952-76	1974	1975	1976
Generalindex	7,1	6,6	5,8	-1,9	29,0	1,4
Verkstäder	1,8	6,0	7,0	-9,3	28,4	-9,6
Skogsföretag	21,1	10,2	6,1	3,0	55,0	5,2
Banker	7,5	5,7	3,3	4,1	14,0	21,5
Investmentbolag	13,3	9,9	--	12,7	31,7	10,1
Konsumentpris- index	8,7	6,8	4,8	11,6	8,9	9,6

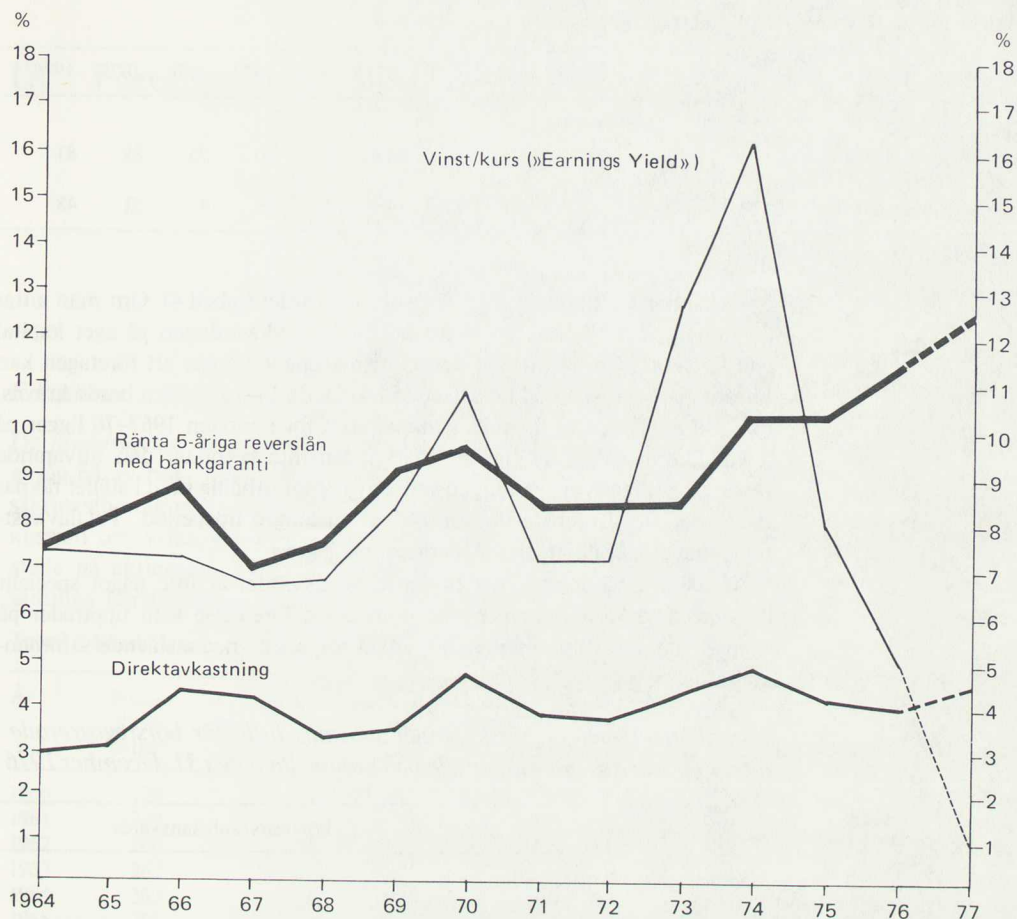
Källa: Svenska handelsbanken, *Avkastningen på börsnoterade aktier 1952-1976*.

Internränteberäkning torde vara den korrektaste metoden att beräkna totalavkastning. Det är den metod IUI använt. Som framgår av tabellen blir emellertid vid denna metod utfallet starkt beroende av periodvalet. Oavsett vilken metod som användes torde dock den slutsatsen vara säkerställd att



den reala totalavkastningen efter skatt (70 % marginalskatt) under den senaste tioårsperioden varit negativ och legat avsevärt lägre än under tidigare undersökta perioder. Det är vad man kommer till vid en beräkning av vad totalavkastningen blivit ex post för de berörda perioderna. Vilka avkastningskrav som gällt ex ante går inte att nu utröna.

I princip borde marknadens krav på förräntning av pengar som satsats i aktier vara beroende av dels de alternativa säkra avkastningar som kan erhållas, dels av den riskpremie som krävs för att välja den mer riskfyllda placeringen framför den helt säkra. Om man begränsar jämförelsen till värdepapper, bör man välja ett värdepapper, för vilket det råder fri prisbildning, t. ex. femåriga reversslån med bankgaranti. Avkastningen på sådana reverser uppgår f. n. (våren 1977) till ca 12 %. (Detta är en placeringsmöjlighet som dock placerarna i allmänhet inte har kännedom om eller tillgång till, varför



den inte utan vidare kan betraktas som ett representativt mått på alternativavkastningen.)

Beräknas riskpremien till 1 à 2 % borde således avkastningskravet på aktier ligga vid 13 à 14 %. Om utdelningarna även fortsättningsvis i större utsträckning börjar justeras nedåt under dåliga tider, är det tänkbart, att marknaden begär högre riskpremie, vilket kan ta sig det uttrycket, att kravet på direktavkastningen höjs från nuvarande 4 % till t. ex. 5 %. Totalavkastningskravet torde därmed öka till 14-15 %, varav 9-10 % värdestegring. I diagram 5 visas att direktavkastningen legat vid i genomsnitt ca 4 % 1964-76 och att räntan på femåriga reverslån stigit kraftigt under perioden från drygt 7 % 1964 till drygt 12 % 1976. Diagrammet illustrerar också de stora svängningarna i förhållandet mellan vinst per aktie och aktiekurs, vilket, som förut nämnts, är ett uttryck för att aktiekurserna inte parallellt följer utvecklingen av företagens vinster.

Att döma av kursnivån ställer marknaden f. n. dock inte ett avkastningskrav av denna storlek. De ställda kraven är dock så höga att börsföretagen i genomsnitt inte kan uppfylla dem. Marknaden värderar det justerade

Diagram 5 Börsvärdet 1964-76: Vinster, aktiekurser och direktavkastning.

Källa: Aktiv Placering ab.

Tabell 4 Börskurs i relation till substansvärde

	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
<i>Börskurs i % av:</i>										
Eget kap. enligt alternativ 1	90	112	107	77	90	96	90	75	88	81
<i>Börskurs i % av:</i>										
Eget kap. enligt alternativ 2	55	75	75	51	59	61	55	45	51	48

Källa: Aktiv Placering ab.

egna kapitalet till knappt 50 % av substansvärdet (tabell 4). Om man antar att det finns ett långsiktigt samband mellan avkastningen på eget kapital och börskurserna, så innebär detta, att marknaden anser att företagen kan förränta sitt egna kapital till knappt 50 % av de 14–15 % som borde krävas, dvs. till ca 7 %. Det faktiska genomsnittet för perioden 1967–76 ligger på 5 %. (Det är också möjligt att marknaden inte betraktar den nuvarande nivån på alternativavkastningen som långsiktigt uthållig utan i stället räknar med en lägre genomsnittlig ränta över en längre tidsperiod. Totalavkastningskravet på aktier skulle därmed bli lägre.)

Att börsen värderar aktier under substansvärdet är inte något speciellt för den svenska aktiemarknaden utan är en företeelse som uppträder på många utländska aktiemarknader, vilket belyses av nedanstående sammanställning.

*Förhållandet mellan börskurs och substansvärde för börsregistrerade aktier enligt vissa internationella och nationella index 31 december 1976*

	Börskurs/substansvärde
<i>Internationella index</i>	
Världsindex	1.41
Europa, Australien, Fjärran Östern	1.19
Europa	0.95
<i>Nationella index</i>	
Hongkong	2.02
Japan	1.98
Singapore	1.95
USA	1.60
Västtyskland	1.44
Österrike	1.42
Kanada	1.20
Australien	1.04
Schweiz	1.02
Spanien	1.01
Belgien	0.92
Norge	0.92
Storbritannien	0.92
Danmark	0.74
Sverige	0.72
Italien	0.71
Nederländerna	0.71
Frankrike	0.69

Källa: Capital International Perspective, Januari 1977.

### III Företagens efterfrågan på riskvilligt kapital

#### Emissioner i börsföretagen 1960–76

De nyemissioner för åren 1967–76 som redovisades i tabell 3, avsnitt II, avsåg 64 av börslistans 67 företag inom industri och handel. Banker, försäkringsföretag och investmentbolag ingår ej. Som en inledning till en diskussion om vilka anspråk börsföretagen i fortsättningen kan komma att ställa på aktiemarknaden, lämnas i nedanstående tabell 5 uppgifter om samtliga börsföretags nyemissioner och fondemissioner 1960–76.

**Tabell 5 Börsbolagens aktieemissioner 1960–1976. (Mkr, kontant inbetalda belopp)**

År	Nyem. börsn. aktier	I % av börs- värde	Fondem. börsn. aktier	I % av börs- värde	Totalt belopp	Fondem./ totala em. i %
1960	128				128	
1961	330		233		563	41
1962	106	0,6	86	0,5	192	45
1963	262		174		436	40
1964	363		309		672	46
1965	768	2,9	687	2,5	1 455	47
1966	327	1,6	217	1,0	544	40
1967	181		330		511	65
1968	83		21		104	20
1969	406	1,4	740	2,6	1 146	65
1970	50	0,2	487	2,0	537	90
1971	107	0,4	342	1,2	449	76
1972	198	0,6	220	0,7	418	53
1973	78	0,2	1 155	3,6	1 233	94
1974	188	0,6	956	2,9	1 144	84
1975	882	2,1	1 213	2,8	2 095	58
1976	1 320	3,0	1 640	3,7	2 960	55
	5 777		8 810		14 587	60,4

Källa: Affärsvärlden

Ögonfallande är de stora emissionsåren 1965, 1975 och 1976. Nyemissionerna var då av storleksordningen 800, 900 resp. 1 300 mkr. Den stora emissionsaktiviteten dessa år återspeglas också i deras andel av börskapitalet. När man jämför de senaste åren med 1965, bör man dock hålla i minnet, att prisnivån (konsumtprisindex) från 1965 till 1976 stigit med ca 100 %. För att nyemissionsbeloppet 1976 reallt skulle vara lika stort som 1965, hade

detta år 1976 behövt vara ca 1 600 mkr. Det förtjänar vidare att påpekas att några få storföretag beloppsmässigt svarar för merparten av 1975 och 1976 års nyemissioner. Tre företag – nämligen Volvo, SKF och Skandinaviska enskilda banken nyemitterade år 1975 för 500 mkr eller drygt 60 % av totalbeloppet detta år. Av 1976 års nyemissionsbelopp faller ca 2/3 på LME, Volvo, Uddeholm, Alfa-Laval, Atlas Copco och Skandinaviska enskilda banken.

Nyemissioner kombineras ofta med *fondemissioner*. Under perioden 1960–76 som helhet svarade fondemissionerna för ca 60 % av ökningen av det hos börsföretagen bundna kapitalet. Det råder naturligen en god överensstämmelse mellan toppår för fondemissioner och nyemissioner. Åren 1973 och 1974 utgör dock undantag. Fondemissionerna var då större än under något tidigare år, medan nyemissionerna var relativt begränsade. I betydande utsträckning motsvarades dessa fondemissioner av uppskrivningar av det bokförda värdet på fast egendom och aktieinnehav. En genomgång av emissionsprospekten för 34 företag med fondemissioner 1975 på 1 195 mkr ger vid handen, att 981 mkr, dvs. 82 % baserades på uppskrivningar av anläggningstillgångar (tabell 6). Proportionerna under de övriga stora fondemissionsåren 1973, 1974 och 1976 torde vara ungefär desamma.

Lagen har tills nyligen krävt att sådan uppskrivning skall kombineras med antingen samtidig nedskrivning av andra tillgångar eller fondemission. Den nya aktiebolagslag, som trädde i kraft den 1 januari 1977, öppnar ytterligare en möjlighet – nämligen att föra det uppskrivna beloppet till en s. k. uppskrivningsfond, som senare kan användas antingen för nedskrivning av andra tillgångar eller för fondemission. I vilken utsträckning aktiekapitalet kan tänkas växa till följd av uppskrivningar diskuteras längre fram i detta avsnitt.

En emissionsform som på senare år blivit allt mer vanlig är *apportemissioner*, varvid det emitterande företags egna aktier används som likvid för apportegendomen – vanligen ett annat företag eller del av ett företag. Under åren 1960–76 har mer än hälften av de börsregistrerade företagen någon gång gjort apportemissioner. Det rör sig om ett drygt hundratal sådana emissioner, vilka mellan 1960 och 1976 uppskattningsvis uppgått till 1,3 å 1,5 mdr kr.

Under perioden 1960–76 har, såsom framgår av tabell 7, 31 företag på börslistan eller fondhandlarföreningens lista förvärvat genom apportemission.

Investmentbolag av typen Asken, Incentive, Coronaverken, Hexagon och Säfveån har i stor utsträckning använt apportemissioner vid förvärv av andra företag. I regel har det gällt små, icke börsnoterade företag. Till betydande del har utvecklingsbolagens tillväxt skett på detta sätt. Det uppköpta företaget har genom att uppgå i det köpande skaffat sig en indirekt introduktion på börsen, samtidigt som tidigare ägare fått sin förmögenhet i mer likvid form än tidigare.

Apportemissionen utgör ett sorts alternativ till s. k. riktade emissioner – en möjlighet som aktiebolagslagen nyligen öppnat. Företagen skulle i stället kunna skaffa sig medel för att förvärva ett annat företag kontant genom att göra en riktad nyemission.

Tabell 6 Fondemissioner i börsnoterade och på fondhandlarföreningens lista noterade bolag 1975. (Mkr)

Bolag	Aktiekapital		Kap- ökn. genom fondem.	Aktiekapitalet ökat genom				
	Före emis- sion	Efter emis- sion		Uppskrivning av		Överföring från		
				Fastigh. o. övr. anlägg.n. tillg.	Ägda aktier	Disp. vinst- medel	Kurs- regl. fonden	Värde- regl. fonden
Alfa-Laval	266,6	333,3	66,7	50,0		16,7		
Almedahl-Dalsjöfors	32,5	43,3	10,8		10,8			
Asken	51,6	68,8	17,2		16,0	1,2		
Astra	100,0	125,0	25,0		19,4	5,6		
Billerud	211,2	246,4	35,2	35,2				
Bofors	132,0	165,0	33,0	33,0				
Borås-Invest	35,0	42,0	7,0		7,0			
Bulten-Kanthal	60,0	88,5	28,6	28,6				
Cementgjuteriet	66,0	88,0	22,0			22,0		
Rang Invest (f. d. Eiser Invest)	29,2	43,8	14,6			14,6		
Electrolux	624,0	748,8	124,8	68,0	56,8			
Garphyttan	15,0	25,0*	5,0	5,0				
Gunnebo	24,0	30,0	6,0	6,0				
Hennes & Mauritz	10,8	16,2	5,4			5,4		
Hexagon	22,8	28,5	5,7			5,7		
Holmen	103,7	164,2*	34,6	34,6 <sup>a</sup>				
Hufvudstaden	84,0	112,0	28,0			28,0		
Iggesund	140,0	245,0	105,0	105,0				
Incentive	108,7	130,1*	10,7			1,2	9,5	
Investor	120,0	180,0*	30,0		15,0	15,0		
IRO	26,0	39,0	13,0			13,0		
Kema-Nord	182,5	273,8*	45,6	32,5		13,1		
Kockums Jernverk	18,0	22,5	4,5	1,5		3,0		
Munksjö	54,0	63,0	9,0	9,0				
Papyrus	48,0	96,0	48,0	26,0 <sup>b</sup>		10,0		12,0
Perstorp	55,0	66,0	11,0			11,0		
Providentia	120,0	180,0*	30,0		15,0	15,0		
Sandblom & Stohne	5,0	7,0	2,0			2,0		
Sandvik	387,1	516,1	129,0	129,0				
Skansen Lejonet	16,5	20,6	4,1			4,1		
SCA	477,0	602,4*	119,2	119,2				
SKF	600,0	900,0*	150,0		150,0			
Säfveån	46,4	58,0	11,6	8,6		3,0		
Upsala Ekeby	8,6	10,8	2,2			2,2		
			1 194,5	691,2	290,0	191,8	9,5	12,0
				58 %	24 %		18 %	

\* I samband med genomförd nyemission.

<sup>a</sup> Holmen har ökat aktiekapitalet genom uppskrivning av kraftverksindustri och bostadslägenheter med Kr 34 560 000:--.

<sup>b</sup> Papyrus har ökat aktiekapitalet genom uppskrivning av kraftverk, mark och vattenfall med Kr 26 000 000:--.

Källa: Skandinaviska enskilda bankens emissionsavdelning.



Tabell 7 Apportemissioner 1960–1976 (köpar- och säljarföretag registrerade på bör-  
sen eller noterade på fondhandlarföreningens lista)

År	Emitterande företag	Köpt företag
1960	Monark	Nymanbolagen
1964	Pripp & Lyckholm, sedermera Pribo	Stockholms bryggerier
1966	Cellulosa Hufvudstaden	Wifstavarfv Svensk Filmindustri
1967	Bergvik & Ala samt Iggesund Euroc	Ström-Ljusne IFÖ-verken
1968	Asea	Kohlswa
1969	Alfa-Laval Asken Gränges NK Saab Saab	Zander & Ingeström Sanna Metallverken Turitz Scania Vabis Nordarmatur
1970	Tändstickor	Tarkett
1971	Armerad Betong, sedermera Balken	ABV
1972	Electrolux Götabanken	Facit Smålandsbanken
1973	Beijerinvest Esselte	Sponsor Almqvist & Wiksell
1974	Aga Sydinvest, sedermera Persöner AB Broströms (Tirfing)	Corona Persöner AB Sv. Amerika Linien Svenska Lloyd
1975	Cellulosa Papyrus Stora Kopparberg Beijerinvest	Mölnlycke Kopparfors Bergvik & Ala Pribo
1976	Broströms Ratos Ählén & Holm	Ostasiatiska Kompaniet Tibnor NK

Källa: Affärsvärlden och Svenska aktiebolag.

Som framgår av tabell 5 anskaffade börsföretagen under de 17 åren 1960–76 5,8 mdr kr genom nyemissioner, varav 1,7 mdr kr hänförde sig till nyintroducerade företag. Härtill kommer apportemissionerna, vilka som redan nämnts uppgick till 1,3 å 1,5 mdr kr.

Förteckningar över företag som introducerats resp. avförts från börslistan lämnas i avsnitt V.

### *Framtida emissioner*

I vilken utsträckning företagen i fortsättningen kommer att företa nyemissioner beror ytterst på expansionstakten och denna i sin tur av hur de marknadsmässiga och finansiella förutsättningarna för vidare tillväxt bedömes. Det finns således, som redan tidigare framhållits, ingen garanti för

att en expansion enligt IUI:s industriexpansiva alternativ spontant infinner sig. En rad krav och restriktioner i finansiellt hänseende måste uppfyllas, restriktioner som företagsledningarna i dag sannolikt upplever som striktare än för något decennium sedan.

En sådan restriktion avser *soliditeten*. Företagsledningarna, långivarna och aktieägarna har en viss riskbenägenhet som sätter gränser, varierande för olika branscher och placerarkategorier, för vad som betraktas som acceptabel soliditet och därmed också gränser för villigheten att låta företaget expandera med hjälp av lånat kapital. Att döma av företagsledares och placerares reaktioner befinner sig ett stort antal svenska företag nu vid denna gräns.

För att med framgång kunna vända sig till marknaden med en nyemission måste företaget göra sannolikt, att det kan expandera med minst samma räntabilitet som *marknadens avkastningskrav*. Detta bestäms av vad alternativa placeringar med jämförbara egenskaper – bl. a. med avseende på risk – kan bedömas ge, vilket dock som framgått av avsnitt II i praktiken kan vara svårt att precisera. Marknadens anspråk på förräntning kan också definieras som företagets *kapitalkostnad*.

Om företaget kan expandera med samma räntabilitet som marknadens avkastningskrav innebär detta också, att nyemission kan genomföras *utan värdeförluster för redan befintliga aktieägare*.

En del företag har beträffande skötseln av sina finanser ställt upp den restriktionen att de är beredda att göra nyemissioner endast när det är fråga om klart specificerade mycket lönsamma expansionsprojekt. Alla andra behov att öka det egna kapitalet vill man klara med vinstnedplöjning. Expansionstakten bestäms således vid given soliditet dels av kapaciteten för intern uppbyggnad av det egna kapitalet – som i sin tur bestäms av vinstutvecklingen och utdelningarnas storlek – dels av tillgången på investeringsprojekt av viss kvalitet.

Företagens finansiella situation, sådan den framstår i avsnitt II, tyder inte på att nu rådande konstellation av förutsättningar skulle ge tillräckliga marknadsmässiga incitament för en expansion av den omfattning som motsvarar IUI:s industriexpansiva alternativ.

Den stora frågan är, hur villkoren kommer att se ut på längre sikt. De många osäkra förutsättningarna beträffande efterfrågan på och utbud av riskkapital gör det emellertid meningslöst att försöka upprätta en prognos. Det är även vanskligt att konstruera realistiska räkneexempel med hänsyn bl. a. till den mångfald faktorer som bör beaktas – inte minst därför att det rör sig om ett heterogent skeende med stora skillnader i expansionstakt och räntabilitet mellan olika företag och branscher.

Likväl kan det ha ett visst pedagogiskt värde att, med ett förenklat räkneexempel, belysa vissa sidor av det expansionsförlopp det är fråga om. Ett metodiskt mer avancerat räkneexempel i form av en modell avseende hela industrin presenteras av IUI i bilaga 4. Det räkneexempel som här följer avser endast (en del av) börsbolagen och skiljer sig från IUI också beträffande förutsättningar (bl. a. ifråga om soliditetsutvecklingen) och det vinstbegrepp som användes.

Kalkylen (tabell 8) bygger på följande förutsättningar:

- Totala kapitalet (=balansomslutningen) i börsbolagen växer realt med 5 % per år + prisstegring 7 % per år = 12 % per år.

- Soliditeten = 1974 års nivå.
- Det egna kapitalet växer således också med 12 % per år.
- Utdelningen ökar i takt med inflationen + effekten av nyemission.
- Prisvinster efter skatt på varulager samt realisationsvinster på anläggningstillgångar tillföres det egna kapitalet; däremot ingen generell uppskrivning av anläggningstillgångar.
- Beräknat nettoresultat enligt samma grunder som i avsnitt II.
- Avkastning på eget kapital efter skatt:  
Alt. 1 = 1974, Alt. 2 = genomsnittet 1974/76, Alt. 3 = 1976.
- Nyemissionerna framkommer som en restpost.

Tabell 8 Utvecklingen av kapital och vinster efter skatt 1974-80. Börsbolagen (exkl. banker och investmentbolag)  
Mdr kr

	1974	1975	1976	1974-76	1980		
					Alt.1.	Alt.2.	Alt.3.
<i>Balansomslutning</i>	122,9	143,8	159,9	142,2	250	250	250
Expansionstakt %	(18,6)	(17,0)	(11,2)	(15,6)	(12)	(12)	(12)
Eget kapital	34,0	37,9	40,6	37,5	69	69	69
(Soliditet %)	(27,7)	(26,3)	(25,4)	(26,4)	(27,7)	(27,7)	(27,7)
Eget kap. förändr. fr föreg. år	4,6	3,9	2,7	3,7	7,4	7,4	7,4
Beräknat nettoresultat	4,1	2,6	1,6	2,8	8,3	5,1	2,8
Prisförändr. på varulager (efter skatt)	+ 1,0	+ 0,7	+ 0,6	+ 0,7	+ 1,2	+ 1,2	+ 1,2
Utdelning	-1,2	-1,4	-1,4	-1,3	-1,8	-2,3	-2,6
Nyemissioner, faktiska resp. behövliga	0,4	0,7	1,4	0,8	(-0,3)	2,4	6,0
Reavinster, uppskrivningar, avskrivningsdifferenser m. m.	0,3	1,3 <sup>a</sup>	0,5 <sup>a</sup>	0,7	0	0	0
Förändr. av eget kap.	4,6	3,9	2,7	3,7	7,4	7,4	7,4
Nyem. andel av ökn. i eget kap.(%)	9	18	52	22	-	32	81
Avkastn. på eget kap. (%)	12,1	6,8	4,0	7,4	12,1	7,4	4,0
Utdeln. % av beräknat nettoresultat	30	53	82	48	22	45	93

<sup>a</sup> Varav fondemissioner genom uppskrivningar 1975 och 1976 0,9 mdr kr.

Kalkylen visar hur, med dessa fastlagda förutsättningar beträffande expansionstakt, soliditet och utdelningstillväxt, behovet av nyemissioner år 1980 varierar med räntabiliteten. Störst blir behovet av påfyllning med eget kapital utifrån i alt. 3, där räntabiliteten förutsättes ligga kvar på 1976 års låga nivå. Det skulle då bli fråga om nyemissioner av storleksordningen 6 mdr kr. I alt. 2, där räntabiliteten ligger vid genomsnittet 1974-76, (vilket också ungefär motsvarar genomsnittet för 1965-70), skulle nyemissionsbehovet uppgå till 2,4 mdr kr, vilket, i jämförelse med genomsnittet 1974-76, betyder en real fördubbling. I alt. 1, med en räntabilitet i nivå med det goda året 1974, skulle företagen i genomsnitt klara ökningen av det egna kapitalet genom vinstnedplöjning utan nyemissioner.

Detta räkneexempel belyser bara några av de restriktioner och samband som inledningsvis berördes. Det är vidare fråga om genomsnitt för samtliga de börsföretag som ingår i kalkylen. Genomsnittssiffror döljer emellertid, att en ekonomisk expansionsprocess handlar om ett heterogent skeende

med stora skillnader i tillväxttakt och räntabilitet mellan olika företag och branscher.

Det kommer i framtiden liksom hittills att finnas en stor spridning vad beträffar företagens förutsättningar för expansion och därmed behovet av nyemissioner. Vore det möjligt att göra en, med hänsyn till skillnader i expansionstakt och lönsamhet differentierad, kalkyl skulle säkerligen summorna för nyemissioner bli annorlunda. I alt. 1, där genomsnittskalkylen leder till att det inte uppstår något nyemissionsbehov, finns det säkerligen ett stort antal företag som behöver nyemittera, därför att de räknar med att växa fortare än genomsnittet. På samma sätt finns i alt. 3, ett antal företag som ligger så högt över den, i detta fall ytterst låga genomsnittsräntabiliteten, att de kan gå ut på marknaden med nyemission. För de företag som ligger vid, och även de som ligger ett gott stycke över denna låga genomsnittsräntabilitet (4 %), är det givetvis omöjligt att vända sig till marknaden med nyemission. Den mekaniskt framräknade siffran 6,0 mdr kr är därför helt orealistisk som mått på möjlig kapitaltillförsel utifrån, men den uttrycker ett "teoretiskt" behov av tillförsel av sådant kapital. Här sist berörda förhållande leder till en fråga som kalkylen ställer men inte besvarar, nämligen inom vilka latituder vid given expansionstakt och räntabilitet, företagen kan komplettera vad som "fattas" i företagssparande med nyemissioner.

Räknar man med såsom mest realistiskt ett utvecklingsförlopp, där räntabiliteten pendlar mellan alt. 1 och 2, dvs. 7-12 % efter skatt, skulle nyemissionerna för de i kalkylen ingående företagen växa och 1980 vara drygt 2 mdr kr i löpande penningvärde, vilket motsvarar ca 3 % av det egna kapitalet. Detta motsvarar ungefär relationen nyemissioner-börskapital under det hittills exceptionella året 1976. Överflyttas dessa relationer till samtliga börsföretag, skulle det bli fråga om en emissionsvolym på drygt 2,5 mdr kr 1980.

Utöver vad som tidigare sagts beträffande den stora spridningen ifråga om räntabilitet och expansionstakt företagen emellan, kan ytterligare två kommentarer till beräkningen göras. Under senare år har balansräkningarna för börsföretagen vuxit fortare än vad som motsvarar tillväxten av realkapitalet med hänsyn tagen till inflationen. Om så skulle bli fallet även i fortsättningen måste, vid oförändrad soliditet, det egna kapitalet växa något fortare än här förutsatts. Det kan bli fråga om en höjning av den kalkylerade emissionsvolymen 1980 med kanske några hundra mkr.

En anledning att korrigera beräkningen i motsatt riktning är att möjligheter finns att öka det synliga egna kapitalet genom uppskrivning av anläggningstillgångar. Som tidigare nämnts har denna möjlighet under senare år utnyttjats i samband med fondemissioner. Av 1975 års fondemissioner på 1 197 mkr, var (tabell 6) 981 mkr eller drygt 80 % hänförliga till uppskrivning av anläggningstillgångar. Även i fortsättningen kommer fondemissioner att göras på basis av uppskrivna anläggningstillgångar.

En viss, men svårpreciserad, nedjustering av det framräknade nyemissionsbehovet kan därför vara motiverad. Som framgår av tabellen har, innan framräkning av emissionsbehovet gjorts, hänsyn tagits till prisstegringsvinster på lager. Teoretiskt står alla anläggningstillgångar till förfogande för uppskrivning. I praktiken finns restriktioner i form av redovisningspraxis och

skatteregler som påverkar företagsledningarnas handlande. Endast en del av de teoretiskt möjliga uppskrivningsmöjligheterna begagnas därför. I regel begränsas uppskrivningarna till den s. k. nollgruppen i avskrivningshänseende – således skog, mark och aktier i andra företag.

En förbättring av den redovisade soliditeten med hjälp av uppskrivning av anläggningstillgångar innebär emellertid inte nödvändigtvis någon reell förstärkning av ett företags förmåga att ta upp lån. Avgörande för denna är den cash flow som kan förväntas. Vid en granskning av ett företags säkerheter i samband med upplåning, beaktar långivarna marknadsvärden, taxeringsvärden osv. snarare än deras bokförda värden. För ett företag som nått gränsen för sin upplåningsförmåga genom att utnyttja alla sina säkerheter, skulle enbart en ökning av det synliga, egna kapitalet genom uppskrivning av anläggningstillgångarna inte skapa något ytterligare låneutrymme.

### Lönsamhetsproblem

För att tillräckligt många företag skall få incitament till investeringar och expansion i en omfattning som motsvarar långtidsutredningarnas kalkyler, krävs det, som redan flera gånger framhållits, att företagen kan räkna med en räntabilitet, som ligger avsevärt över den nu (1976–77) starkt nedpressade nivån.

Det är knappast realistiskt att avkastningskravet vid rådande inflationsförväntningar skulle kunna sjunka så lågt som till trakten av nuvarande räntabilitetsnivå. Även om man får räkna med, kanske under åtskilliga år, bestående inslag av statliga subventioner för att stödja företag och branscher med problem, måste dock framför allt expansionsförutsättningarna skapas genom en vinstuppgång. Frågan är då hur en sådan skall kunna komma till stånd.

Detta kan huvudsakligen ske på tre vägar:<sup>5</sup>

- a. Genom en internationell efterfrågeökning med åtföljande ökat kapacitetsutnyttjande och möjligheter till förbättrade pris/kostnadsrelationer. En konjunkturuppgång skulle bidra till detta. En kort uppsvingsperiod är emellertid inte tillräcklig.
- b. Löneuppgörelser som rättställer Sveriges nuvarande oförmånliga kostnadsrelationer till de länder vi exporterar till och importerar från.
- c. Ekonomisk-politiska åtgärder som tar sikte på a. att underlätta b. eller på mer specifika åtgärder som har gynnsamma effekter på i första hand kostnadssidan av företagens resultaträkningar.

Det är uppenbart, att det ekonomiska kraftspel som skulle kunna utlösa en spontan efterfrågeökning enl. a) med rådande restriktioner beträffande bytesbalansen, till största delen ligger utanför det som kan påverkas av svensk ekonomisk politik, såvida man inte kan göra en erforderlig korrektion av växelkursen utan att detta föranleder krav på kompenserande löneökningar.

Uppgiften för den ekonomiska politiken att medverka till en förbättring av företagens finansiella förutsättningar till expansion försvåras av de negativa attityder mot företagsvinster som utvecklats under senare år. En

<sup>5</sup> Detta avsnitt skrevs våren 1977 således före beslutet om devalvering av svenska kronan med 10 % den 29 augusti 1977, och beslutet att avveckla den allmänna arbetsgivaravgiften (löneskatten). Som ett första steg sänktes uttaget med två procentenheter fr. o. m. den 1 januari 1978. Det innebär att den nu avvecklas helt i det inre stödområdet och i övrigt halveras.

från företagsekonomisk synpunkt önskvärd räntabilitetsuppgång skulle sannolikt utlösa en ny fördelningspolitisk diskussion om "övervinster". Löneavtal som innebär att löntagarna ex ante accepterar en mer väsentlig vinstförbättring torde underlättas om något arrangemang som möjliggör delaktighet från arbetstagarnas sida i den kapitalökning som sker i företagen, kunde komma till stånd.

Därigenom kunde också erhållas ett bidrag till företagets försörjning med riskvilligt kapital. Denna senare fråga kommer att något ytterligare beröras i avsnitt IV.

Det får emellertid anses ligga utanför uppgiften för här förevarande utredning att närmare diskutera ekonomisk-politiska och lönepolitiska frågor. Däremot ligger det inom ramen för uppgiften att ta upp en del av de åtgärder som berörs under c) ovan – närmare bestämt, åtgärder som kan lindra beskattningen av företagen.

### Företagsbeskattningen

Företag belastas dels med skatt på produktionsfaktorn arbete (olika arbetsgivaravgifter), dels med skatt på vinsten. (Energiskatten kan också betraktas som en produktionsfaktorskatt.) Åtgärder som syftar till att lindra beskattningen kan sättas in – antingen genom att sänka *arbetskraftskostnaderna* eller på att sänka *kapitalkostnaderna*.

Ett fullständigt slopande av den del av arbetsgivaravgifter och sociala avgifter som utgöres av *allmän arbetsgivaravgift* (4 %) skulle för börsbolagen innebära, att deras kostnader för arbetskraften (1976) skulle ha minskat med ca 1 500 mkr. Vilket utslag detta hade givit i vinstsiffrorna, beror på hur det "utrymme", som borttagandet av avgiften medgivit, hade utnyttjats. 1 500 mkr motsvarade 1976:

av rörelseresultatet före avskrivningar, finansnetto och skatter	11,5 %
av rörelseresultat efter avskrivningar, men före finansnetto och skatt	26 %
av beräknat skattepliktigt resultat	50 %

Ett sätt att kombinera stabiliseringspolitiska och tillväxtfrämjande syften vore att låta arbetsgivaravgiftens storlek *variera med konjunkturerna*.

De omläggningar av *vinstbeskattningen* som gjordes i mitten av 1950-talet innebar, att den tidigare gällande fria avskrivningsrätten på maskiner och inventarier avskaffades, att skärpta regler för värdering av lager och en höjning av den nominella skattesatsen från 40 till 50 % infördes. (I samband med att ATP infördes 1960 återgick uttaget av statlig inkomstskatt till 40 %. Å andra sidan har den genomsnittliga kommunala utdebiteringen höjts från 12 kr 1954 till 15 kr 1960 och i det närmaste 27 kr 1977.) I princip har därefter gällt att maskiner och inventarier kunnat avskrivas på fem år och lager nedskrivas till 40 % av värdet. Dessa regler, i kombination med de i slutet av 1950-talet reviderade reglerna för avsättning till investeringsfonder samt tidvis förekommande möjligheter till extra investeringsavdrag och de år 1973 införda möjligheterna till särskilt forskningsavdrag, har inneburit, att den effektiva skattebelastningen kunnat bli avsevärt lägre än den nominella skattesatsen, som med en avdragsgill kommunalskatt på 27 kr och 40 % statsskatt uppgår till 56 %. Det har beräknats, att för industrin som

helhet den effektiva skattesatsen 1953–57 uppgick till 47 %, 1965–68 till 34 % och 1969–73 till 28 %. Som "ej effektiv" har då betraktats skatt som visserligen uppskjutits men ingalunda definitivt medgivits.<sup>6</sup>

En betydelsefull egenskap hos den svenska bolagsbeskattningen är, att den gynnar expanderande och vinstgivande företag, vilka fullt kan utnyttja dessa avdragsmöjligheter, medan stagnerande företag med låga vinster får en hårdare skattebelastning. Avdragsmöjligheterna har medfört, att några av de största företagen under senare år inte taxerats till någon statlig inkomstskatt. Det bör emellertid observeras att svensk skattelag ej medger kvittning av förlust under året mot vinster under tidigare år. Ett nollresultat före skatt under en period av två eller flera år kan alltså komma att belastas med betydande inkomstskatt.

En annan effekt av föreliggande möjligheter till avskrivningar och avsättningar är att företaget erhåller en *skattecredit* motsvarande summan av de ackumulerade skatteminskningar som uppstått genom överavskrivningar (i förhållande till kalkylmässiga avskrivningar) och avsättningar till lagerreserver och investeringsfonder. I avsnitt II har lämnats en del data rörande dessa krediters betydelse för finansieringen av börsföretagen och för de genomsnittliga kostnaderna för deras upplåning. Det bör observeras, att den sänkning av den effektiva skatten på den "verkliga" vinsten som förmånliga avskrivningsregler ger ett växande företag, förutsätter, att företagen är beredda att successivt sänka sin soliditet. Så har uppenbarligen varit fallet under de två senaste decennierna.

Om staten vill lindra vinstbeskattningen, kan detta ske antingen genom att reducera den nominella skattesatsen, eller att ytterligare utvidga möjligheterna till avskrivningar och skattefria avsättningar. Beträffande det sistnämnda är, såsom tidigare framhållits, redan nu gällande regler gynnsamma för företag som expanderar och har god räntabilitet. Det primära problemet för flertalet företag är emellertid, att de har eller emotser otillräckliga vinster *före skatt*. Ytterligare avskrivningsmöjligheter skulle därför sannolikt inte innebära någon större lättnad beträffande den effektiva beskattningen. Detta talar för, att en väsentlig del av de ekonomisk-politiska åtgärder som kan komma ifråga måste bestå i att främja en förbättring av vinsten före skatt. Den beslutade sänkningen av arbetsgivaravgiften verkar i denna riktning.

Den nominella skattesatsen på den beskattningsbara nettovinsten har emellertid också betydelse. Den dubbelbeskattning av bolagens vinster som är en följd av att utdelningen i princip inte är avdragsgill vid bolagens taxering och att utdelningen beskattas som inkomst hos aktieägaren verkar höjande på de kapitalkostnader bolagen har att räkna med, när de ökar aktiekapitalet genom nyemission. Det finns därför anledning att diskutera åtgärder som kan reducera denna effekt. Innan detta görs, bör emellertid bolagsbeskattningen betraktas ur ett något vidare perspektiv.

### *Bolagsskatten i ett större sammanhang*

Nuvarande konstellation av regler för bolagsbeskattning, realisationsvinstbeskattning och privatpersoners inkomstbeskattning gynnar företagssparandet. Vinster som plöjs ner och behålls i företaget behandlas skattemässigt

<sup>6</sup>Jan Södersten: *Bolagsbeskattningens verkningar*. Prel. forskningsrapport från IUI 1975.

ur aktieägarens synpunkt gynnsammare än den vinst som utdelas. Kapitalackumulering i företaget leder till att företagets värde växer – förutsatt att företaget kan expandera med minst samma räntabilitet som marknadens avkastningskrav. Eftersom skatten på realiserad värdestegring är lägre än marginalskatten på inkomst, uppmuntras ägarna att uppskjuta ianspråktagandet av avkastningen och att i stället tillgodogöra sig en del av densamma i form av värdetillväxt. Den nyligen företagna skärpningen av vinstbeskattningen ändrar inte på denna princip.

Enligt regler som gäller fr. o. m. april 1976 skall vinst vid försäljning av aktier, som innehafts kortare tid än två år, tas upp i sin helhet till beskattning. Har aktierna innehafts mer än två år beskattas 40 % av vinsten. Även tidigare gällde regeln att realisationsvinst på aktier som sålts efter kortare tid än två år beskattades i sin helhet. Den skattepliktiga delen av innehavet avtrappades vid längre innehav, för att i intervallet 4-5 år motsvara 25 % av realisationsvinsten. I de fall aktierna innehafts mer än fem år, skulle 10 % av försäljningsvärdet tas upp till beskattning. Ett schablonavdrag från den redovisade realisationsvinsten med 1 000 kr per år medges fr. o. m. 1977.

För de skattesubjekt som är föremål för progressiv inkomstbeskattning torde förändringen minska incitamentet att invänta värdestegring och öka intresset för omedelbar utdelning.

Beskattningen träffar emellertid skattesubjekten mycket olika. Institutionella placerare har en gynnsammare skattesituation än privatpersoner. För skattefria stiftelser, försäkringsbolag och andra som driver handel med aktier spelar det ingen roll i skattehänseende, hur avkastningen fördelar sig på utdelning och förmögenhetstillväxt. För rörelsedrivande bolag som handlar med aktier beskattas realisationsvinster såsom inkomst av rörelse (aktierna betraktas som varulager) med den för aktiebolag gällande skattesatsen – och alla de med aktiehandeln förknippade kostnaderna är avdragsgilla. Hos investmentbolag beskattas realisationsvinster också enligt den för aktiebolag gällande skattesatsen. För vinster på kortvariga innehav, som måste tas upp helt till beskattning, blir skatten något mer än 50 %. Privatpersoner kan på dylika vinster drabbas av skatt på upp till 85 %, eller mer i vissa fall.

Man kan säga att beskattningen av företagsvinster och utdelning byggt på en konsolideringsfilosofi. Av samhällsekonomiska skäl har det ansetts önskvärt att främja företagets stabilitet och tillväxt genom regler som gynnar fondering. Att behandla realisationsvinster skattemässigt gynnsammare än annan inkomst, är från denna synpunkt följdriktigt. De tidigare berörda, gynnsamma avskrivnings- och avsättningsmöjligheterna bidrar också till konsolideringen.

Mot denna konsolideringsprincip kan ställas en annan princip som går ut på att kapitalallokeringen i största möjliga utsträckning skall ske via en marknad för riskvilligt kapital. Denna princip utgår bl. a. från att det inte är självklart att investeringarna skall ske endast inom de företag som historiskt haft en hög räntabilitet. Dynamiken i näringslivet kräver, att kapitalet är rörligt.

Skattereformer som syftar till att förstärka företagens möjligheter att anskaffa riskvilligt kapital bör föregås av en avvägning mellan dessa båda



principer. Ett starkt skäl till att inte åsidosätta konsolideringssynpunkterna är korrelationen mellan självfinansiering och riskfyllda innovationer. Det är emellertid också viktigt, att kapitalets väg från företag med historiskt hög räntabilitet till företag med bättre framtida förräntningsmöjligheter, inte hindras av skattetrösklar. Företag med överskott av finansiellt sparande – sådana kommer att finnas även under tider av genomsnittligt nedpressad räntabilitet – bör ha stimulanser att föra ut detta ur företaget. I en situation med brist på riskvilligt kapital, skulle detta bidra till hushållning med knappa tillgångar.

Vid de överväganden man gör inför förändringar i syfte att underlätta för företagen att anskaffa riskvilligt kapital, bör perspektivet inte endast begränsas till svenska förhållanden. Det kan finnas anledning att beakta den internationella utvecklingstrenden – främst i EG-länderna – som svarar för den alldeles dominerande delen av våra utländska relationer i vad avser handel och finansiella förbindelser. Det finns i huvudsak tre system för vinstbeskattning av företag:

- a. Det "klassiska" dubbelbeskattningssystemet som innebär, att bolagsskatt uttages med samma skattesats på såväl fonderad som utdelad vinst. Aktieägarna får sin aktieutdelning beskattad tillsammans med annan avkastning och annan inkomst.
- b. Differentierad bolagsskatt, varvid utdelad vinst beskattas efter lägre skattesats än fonderad vinst. Aktieägarna skattar för utdelningen på samma sätt som för annan inkomst. Detta system har t. o. m. 1976 tillämpats i Västtyskland. En variant på detta system är det svenska – med dubbelbeskattning och begränsat avdrag för utdelning på nyemitterat aktiekapital (Annell-avdraget).
- c. Ett system med skatteavräkning, vilket innebär att fonderad och utdelad vinst beskattas efter samma skattesats vid bolagsbeskattningen. En del av eller hela bolagsskatten på den utdelade vinsten avräknas emellertid från aktieägarnas inkomstskatt. Detta system tillämpas bl. a. i Belgien, Frankrike och Storbritannien.

Detta sistnämnda system rekommenderas nu att läggas till grund för en harmoniserad lagstiftning om företagsbeskattning inom EG med intervall för skattesatsen mellan 45 och 55 % av den beskattningsbara vinsten.

Det svenska systemet torde få anses fast etablerat. Det kan dock finnas skäl att överväga om en eventuellt livligare framtida kontakt med EG:s aktiemarknader skulle ge anledning till att det svenska skattesystemet avstämms mot EG:s (Jfr avsnitt V).

### *Dubbelbeskattning och Annell-avdrag*

Den dubbelbeskattning av bolagens vinster som är en följd av att utdelningen i princip inte är avdragsgill vid bolagens taxering och beskattas som inkomst hos aktieägaren verkar höjande på bolagens kapitalkostnader. Genom att utdelningen enligt de allmänna reglerna inte är avdragsgill, utgörs bolagens kostnad för nyemitterat kapital, förutom av utdelningsbeloppet, av den skatt som bolagen måste erlägga på de vinstmedel som krävs för utdelningen. Den välbekanta mekaniken i detta är, att en avkastning efter skatt på nytt

aktiekapital på säg 12 % förutsätter vid 55 % bolagsskatt en avkastning före skatt på 26,7 %, om hänsyn inte tas till Annell-avdraget.

Annell-lagens bestämmelser innebär en viss tidsbegränsad lättnad i denna dubbelbeskattning. Enligt nu gällande regler har bolagen under en tidrymd av 10 år avdragsrätt för utdelningar motsvarande 5 % på inbetalt belopp av nyemissioner. Detta sänker kapitalkostnaderna. I sifferexemplet ovan sänker Annell-avdraget kravet på avkastning före skatt till 21–23 %, beroende på vilken kalkylränta som användes. Den skattelindring som Annell-avdraget innebär, beräknas för de undersökta börsbolagen (där banker, försäkringsbolag och investmentbolag icke ingår) för året 1978 uppgå till 60 å 70 mkr. Att beloppet inte blir större, beror på det avdragsberättigade, nyemitterade aktiekapitalets ringa andel av det totala aktiekapitalet.

Mot bakgrunden av de perspektiv för räntabilitetsutvecklingen som diskuteras i det föregående, förefaller det att vara motiverat att vidta ytterligare åtgärder för att reducera de avkastningskrav före skatt som företagen måste ställa upp för att kunna möta avkastningskravet efter skatt. Det mest radikala vore då att helt ta bort vinstbeskattningen. Då detta förefaller att vara politiskt omöjligt, har här inte företagits några djupare analyser av de komplicerade frågor beträffande effekter på inkomster och förmögenhetsfördelning, tillväxt m. m. som en sådan åtgärd skulle utlösa. (I Jan Söderstens tidigare nämnda studie har frågor av detta slag undersökts.) Den lättast framkomliga vägen torde vara att bygga ut Annell-reglerna.

Den närmast till hands liggande åtgärden är då att höja avdragsprocenten. Den var ursprungligen 4 %, men har sedermera höjts till 5 %. När avdraget infördes låg obligationsräntorna vid ca 6 %. Sedan dess har obligationsräntorna ökat till 9 å 10 %, och det kunde därför vara motiverat att höja avdraget ytterligare. En höjning till resp. 6, 7 och 8 % skulle i det ovan använda räkneexemplet med 55 % bolagsskatt ge avkastningskrav före skatt på resp. 19,4, 18,1 och 16,9 %.

Ett annat sätt att utvidga Annell-avdraget vore att utsträcka tidsgränsen för avdragsrätt till mer än 10 år eller göra denna permanent.

Slutligen finns, åtminstone teoretiskt, möjligheten att utöka Annell-avdraget till att avse inte bara nytt kapital utan även gammalt. För att inte förfuska den ursprungliga idén som är att ge incitament till nyemissioner, kunde man differentiera avdragsrätten så, att nyemitterat kapital hade högre avdrag än gammalt kapital. Den värdestegring på gammalt kapital en sådan utvidgning skulle föranleda är dock fördelningspolitiskt diskutabel.

### *Ny emissionsteknik*

Under senare tid har lagändringar gjort det möjligt att begagna nya former för aktieemission och upplåning. Eftersom det rör sig om reformer som redan vidtagits, är det strängt taget inte nödvändigt att behandla dem i denna PM. Då emellertid de nya emissionsformerna innebär en komplettering till, och i vissa lägen kan utgöra alternativ till, traditionell nyemission, kan det dock vara på sin plats med en kort redogörelse och kommentar.

Genom ändringar i aktiebolagslagen 1973 har möjligheter skapats för aktiebolag (andra än bank- och försäkringsbolag) att göra emissioner av *kon-*

*vertibla skuldebrev* och *skuldebrev med optionsrätt*. Dessförinnan emitterades visserligen i ett par fall konvertibla obligationer, nämligen MoDo:s 5 %-lån av 1968 och Fagerstas 6 %-lån av 1970, men i dessa fall måste de konvertibla skuldebreven förses med en utfästelse från det låntagande företaget, att om bolagsstämman skulle vägra godkänna den för konverteringen erforderliga emissionen, obligationerna i stället skulle inlösas till deras värde enligt fastställd konverteringskurs.

Konvertibla obligationer ger möjlighet för innehavaren att byta obligationerna mot aktier i det låntagande företaget. De tidpunkter vid vilka konvertering kan ske liksom den emissionskurs (konverteringskurs) som skall tillämpas anges i det emissionsprospekt som skall upprättas om lånet uppgår till en miljon kronor eller mer. Aktieägarna har företrädesrätt till teckning om ej annorlunda beslutas. Obligationer förenade med optionsrätt ger en rätt till nyteckning av aktier. Teckningsrätten (s. k. warrant) kan vara avskiljbar från obligationen omedelbart eller efter viss tid, och den får utnyttjas endast tillsammans med obligationen vid nyteckning.

De nya upplåningsformerna utnyttjades under åren närmast efter lagändringen i mycket liten omfattning av företagen. Konverteringslån för allmän handel emitterades inte förrän 1975. Några lån med optionsrätt har hittills veterligen inte emitterats. En anledning till det svaga intresset för konverteringslån var sannolikt, att företagets vinstutveckling 1973–74 och kursutvecklingen på aktiemarknaden 1974–76 var gynnsam för "vanliga" aktieemissioner. Det förelåg med andra ord inte något behov av att uppskjuta en nyemission av aktier till ett för företagen mer lägligt tillfälle. Ett konvertibelt lån kan ju betraktas som en uppskjuten nyemission. En emission av konvertibla obligationer förbättrar inte företagets soliditet, förrän konvertering till aktier äger rum. Såsom visats i det föregående har det förelegat ett behov av omedelbar soliditetsförstärkning i många svenska företag, bl. a. mot bakgrunden av den ökande upplåningen utomlands. Möjligheterna att ta upp vanliga obligationslån på den svenska marknaden har vidare varit förhållandevis goda.

Under 1976 och framför allt 1977 har emellertid intresset för konvertibla lån från såväl låntagares som placerares sida varit betydligt livligare. Tio konverteringslån utgivna av börsföretag fanns i oktober 1977 på marknaden. Asken, Beijerinvest, Custos, Fagersta, Holmen, Industrivärden, Promotion SCA, Upsala-Ekeby och NK-Åhlén. Det sammanlagda lånebeloppet uppgick till 857 mkr.

Det finns sannolikt flera förklaringar till den ökade frekvensen av emissioner. En sådan kan vara att det tagit tid innan kunskaperna om den nya lånetekniken spritt sig. Av betydelse har också varit att den svaga konjunkturen och vinstläget gjort företagen benägna att uppskjuta nyemissioner samt att för placerarna räntorna på konvertibla lån tett sig förmånliga.

Fördelarna med ett konvertibelt lån ligger för det *låntagande företaget* främst i att det möjliggör lägre kapitalkostnader än alternativet ordinär aktieemission och obligationsupplåning. Omständigheter som verkar i denna riktning är bl. a. att räntan är lägre än på ordinära obligationslån, att räntekostnaderna på lånet är avdragsgilla samt att efter konverteringen rätten till Annell-avdrag finns. Eftersom konverteringskursen kan sättas högre än emissionskursen vid en omedelbar aktieemission, kan företaget dra till sig

ett visst givet belopp med färre antal utgivna aktier än vid ordinär emission. Av betydelse för hur förmånligt en emission av konvertibla skuldebrev ställer sig för företaget är också marknadsläget för aktien vid konverteringstillfället.

Från *placerarens* synpunkt ligger fördelarna bl. a. i att den konvertibla obligationen ger högre direktavkastning än en placering i bolagets aktier, säkrare förräntning, skydd mot kursfall samt att den konvertibla obligationen kan ge en viss inflationssäkring, eftersom innehavaren kan tillgodogöra sig en del av den eventuella värdestegringen på den underliggande aktien. Realisationsvinst på konvertibla obligationer beskattas lindrigare än realisationsvinst på aktier. De beskattas i fallande skala efter två års innehav och ej alls efter fem år. Men det finns också nackdelar. Konverteringsrätten förlorar sitt värde om aktiekursen inte stiger. Placeraren får vidare betala en konverteringspremie. Det är här inte anledning att gå in på en djupare analys av den mångfald förlopp som en placering i – resp. upptagande av – ett konvertibelt lån kan ge upphov till. Det väsentliga är att här föreligger en i Sverige ännu föga prövad finansieringsteknik, som under vissa förutsättningar kan vara gynnsam.

Den nya aktiebolagslagen innehåller regler angående *vinstandelslån*. Med sådana avses obligationer eller andra skuldebrev med rätt till ränta, vars storlek är helt eller delvis beroende av vinsten eller utdelningen i det låntagande bolaget. Frågan om hur räntan på sådana lån skall behandlas skattemässigt har emellertid tills nyligen varit oklar. Genom en lagändring år 1977 har fastställts, att aktiebolag skall få göra avdrag för hela räntan på ett sådant lån, under förutsättning att rätten till teckning inte förbehållits aktieägare eller vissa andra grupper med intresseanknytning till bolaget. För börsnoterade bolag gäller dock, att de får göra avdrag för hela räntan, även om aktieägarna fått företrädesrätt till teckning. Vinstandelsbevisens behandling vid realisationsvinstbeskattningen har inte helt klarlagts i gällande lag.<sup>7</sup>

Möjligheter till emission av vinstandelslån ökar företagens handlingsalternativ vid kapitalanskaffningen. Avdragsrätten för räntorna innebär att dubbelbeskattning av det kapital som anskaffas genom vinstandelslån undviks. Detta sänker företagets kapitalkostnader. Det bör emellertid observeras att vinstandelslånet från företagets synpunkt har den nackdelen att det inte höjer soliditeten. Från placerarens synpunkt finns fördelen av en säker, ehuru variabel, ränteinkomst. Några vinstandelslån fanns ej utgivna av börsnoterade bolag i oktober 1977.

Genom ändring i aktiebolagslagen beträffande gamla aktieägares företräde vid nyteckning kan bolagsstämman besluta om emission av aktier, i vilken annan än tidigare aktieägare tar del, s. k. *riktad emission*.

För det emitterande företaget innebär möjligheten till riktade emissioner att nya aktier kan emitteras till högre kurs än vad som skulle vara möjligt vid ordinära emissioner, där kursen traditionellt måste sättas tillräckligt långt under dagskursen för att säkerställa emissionen. Ju högre emissionskursen kan sättas ju lägre blir kapitalkostnaderna för företaget. På grund av att Annell-avdraget vid utdelning på nyemitterat kapital relateras till inbetalt belopp blir detta särskilt accentuerat i de fall, då emissionskursen ligger betydligt över det nominella värdet. En annan fördel med riktad emission är, att aktieemissioner inte nödvändigtvis behöver omfatta belopp som står

<sup>7</sup> Jfr departementschefens uttalande i prop. 1976/77:93.

i en viss hanterbar relation till tidigare aktiekapital, såsom fallet är vid traditionella emissioner.

Vilken effekt den riktade emissionen får för tidigare aktieägare beror på vilken teckningskurs som avtalats med den utomstående part, som köper hela emissionen samt på förräntningen efter skatt på det nya kapital, som sätts in i företaget. Kan det nya kapitalet ge en förräntning som precis motsvarar marknadens avkastningskrav är transaktionen neutral från de gamla aktieägarnas synpunkt. Ger det nya kapitalet en avkastning som överstiger marknadens avkastningsanspråk blir transaktionen oförmånlig för de gamla aktieägarna eftersom de själva avhänder sig möjligheten att göra en förmånlig nyteckning. Kan det nya kapitalet å andra sidan inte ge en förräntning som motsvarar marknadens avkastningskrav blir den riktade emissionen fördelaktig för de gamla aktieägarna för såvitt det rör sig om en kapitalökning som företaget (t. ex. av strategiska skäl) måste genomföra. Teoretiskt borde emellertid en kapitalökning som väntas avkasta mindre än marknadens avkastningskrav ej komma till stånd.

Inte heller de riktade emissionerna får uppfattas som någon patentmedicin, som i alla situationer utgör en god lösning på företagets behov av att anskaffa riskbärande kapital och investerande institutioners intresse av att placera sådant. De riktade emissionerna vidgar emellertid antalet handlingsalternativ för både placerare och företag och kan vara en lämplig teknik, när det gäller att på en gång skaffa eller placera mycket stora belopp utan att störa marknaden. En variation på den här diskuterade emissionstekniken är att placeraren förvärvar *tekningsrätter*. En sådan transaktion underlättas om ägarstrukturen i företaget ifråga är sådan, att det finns en eller flera stora aktieägare som kan avtala om en sådan transaktion.

De senaste årens snabba inflation har aktualiserat frågan om indexreglering av aktiers utdelning. Som första svenska företag har Svenska handelsbanken beslutat utge *indexaktier*. Enligt de villkor som gäller för SHB:s nyemission 1977 kommer utdelningen på de nyemitterade indexaktierna att förändras med hänsyn till utvecklingen av konsumentprisindex (per november varje år).

En möjlighet som diskuterats, och som måhända tillhör de mera fantasifulla, är att med hänsyn till premieobligationernas stora attraktivitet för privata placerare, företagen med framgång skulle kunna ge ut sådana, lämpligen i form av *konvertibla premieobligationer*. Det förutsätter emellertid att sådana obligationer omfattades av samma skatteregler som gäller för av staten utgivna premieobligationer.

### *Emissionskostnader*

En emission medför vissa kostnader.

*Stämpelskatt.* Ett aktiebolag som utökar aktiekapitalet skall erlägga en stämpelskatt som uppgår till 1 % av det nominella kapitaltillskottet eller det högre belopp som skall inbetalas vid nyemission. Vid fondemission uttas stämpelskatt på det nominella beloppet.

*Inregistreringsavgift.* Denna uppgår till 0,2 % av samma belopp som stämpelskatten baseras på.

Stämpelskatt och inregistreringsavgift är inte skattemässigt avdragsgilla.

Av börsföretagen hade i slutet av 1977 endast Saab-Scania, Svea och Atlantica kupongaktier. Alla de övriga börsbolagen var anslutna till det system med förenklad aktiehantering som administreras av det av staten och bankerna gemensamt ägda Värdepapperscentralen AB (VPC). Kostnaderna för de tjänster VPC utför åt dem, även kostnader i samband med emission, är skattemässigt avdragsgilla för företagen. En kostnadsmässig fördel med VPC-systemet är också att företaget slipper tryckkostnader för aktiebrev och liknande.

Ett sätt att underlätta för företagen att göra emissioner vore att avskaffa stämpelskatt och inregistreringsavgift, alternativt låta skatten och avgiften bli avdragsgilla i likhet med VPC-avgifter. I princip kan hävdas att alla tekniska och administrativa kostnader för att öka det egna kapitalet borde vara avdragsgilla.

## IV Utbudet av riskvilligt kapital

### *Det framtida utbudet*

Det kan, såsom framgått av avsnitt III, bli fråga om att genom nyemissioner tillföra de börsregistrerade företagen riskvilligt kapital utifrån i betydligt större omfattning än som var fallet under 1950- och 60-talen. Det är rimligt att räkna med att nyemissionernas andel av det egna kapitalets tillväxt över en lång följd av år skulle behöva vara av samma storlek som under de stora emissionsåren 1975 och 1976. Det skulle då kunna innebära att år 1980 nyemissioner av storleksordningen 2,5 mdr kr i löpande penningvärde (7 % inflation) tillfördes det egna kapitalet.

Frågan är hur utbudssidan skulle reagera på en sådan efterfrågeökning. Meningsfulla, kvantifierade prognoser för utbudet låter sig inte göra. Som redan förut flera gånger påpekats, beror utbudet på de utsikter till avkastning (direktavkastning + värdetillväxt) som rationella placerare anser sig kunna räkna med, och hur denna avkastning ställer sig i förhållande till alternativa placeringar i samma riskklass.

Ju bättre lönsamhetsutsikter desto mindre blir givetvis frågan om utbudets tillräcklighet, eftersom hög lönsamhet för företagen relativt sett minskar behovet av kapitaltillförsel utifrån, samtidigt som de gör kapitalplaceringar i företag mer attraktiva. Problemet är att det just nu ter sig osäkert, om företagets lönsamhet blir sådan, att efterfrågan och utbud spontant möts på en nivå, som motsvarar den önskvärda investerings- och expansions-takten. På samma sätt som det finns anledning att diskutera åtgärder för att sänka företagets kapitalkostnader, så att de kan efterfråga kapital, är det motiverat att diskutera vad som kan göras för att öka attraktiviteten och kapaciteten för placeringar i aktier.

En möjlighet är givetvis att avkastningskravet sjunker. En lägre inflationstakt skulle givetvis kunna få denna verkan. Staten eller andra kollektiv kan också tillhandahålla kapital, för vilket lägre avkastningskrav ställs än på marknaden i allmänhet. Detta kan dock endast vara en partiell och temporär åtgärd, om man siktar till en marknadslösning av kapitalförsörjningsproblemet. De åtgärder det kan bli fråga om skulle då gå ut på:

- att allmänt öka sparatet – både inom och utom företagssektorn och därmed kapaciteten för utbud av riskvilligt kapital;
- att vidta särskilda åtgärder för att göra aktier mer attraktiva som placeringsform;
- att få nya grupper av privatpersoner och institutioner att intressera sig

för aktier, vilket bl. a. innebär att underlätta transformationen av icke riskvilligt kapital till riskvilligt sådant.

En sådan politik fordrar ställningstagande till några starkt värdeladdade, politiska frågor såsom avvägningen mellan kollektivt och privat sparande och inom ramen för det privata sparandet – önskvärd avvägning mellan företagssparande och hushållssparande. En mycket viktig fråga blir, huruvida ett kollektivt organiserat löntagarsparande skall byggas upp och, om så blir fallet, hur detta skall förvaltas – i kollektiva, centrala former eller i de-centraliserad form och med individuell äganderätt.

En utgångspunkt för den fortsatta framställningen är att det blir fråga om en mix, där det finns utrymme för ett avsevärt privat sparande såväl i individuella hushåll som i enskilda institutioner.

Det skulle vara nyttigt med en diskussion om hur medborgarna i samhället skall möta de risker som är förknippade med att företagssektorn omvandlas och växer. Av allt att döma kommer riskgraden att öka. Detta gäller både sysselsättningsrisken och risken för kapitalförlust. En extrem lösning vore att staten träder in och eliminerar risker för kapitalförluster. En annan och sannolikt förmånligare lösning är att enskilda personer, företag och institutioner ges incitament att möta kapitalrisker. För att de skall göra detta måste dock ett pris betalas.

### *Källorna bakom utbudet av kapital*

Aktiebolagslagen ger företräde åt aktieägarna vid nyteckning av aktiekapital. De kan emellertid avstå härifrån och sälja teckningsrätten. Statistik som uppger om i vilka proportioner gamla och nya aktieägare under årens lopp tillfört bolagen nytt kapital finns inte. Av allt att döma begagnar sig aktieägarna i stor utsträckning av sitt företräde. Gruppen redan befintliga aktieägare har därför varit en viktig källa för nytt kapital. Många aktieägare önskar av olika skäl behålla sin andel av äganderätten till företaget och "följer därför med" vid nyemissioner. Huruvida en nyemission av aktieägarna uppfattas som en belastning eller en favör beror givetvis på företagets framtidsutsikter, emissionsvillkoren och den egna likviditetssituationen. Presumptionen från de emitterande företagens sida är ofta att reaktionen lätt blir den förstnämnda, varför de agerar mycket försiktigt och erbjuder så goda emissionsvillkor att emissionen med god marginal skall lyckas.

Medel för nyteckning erhåller placerande privatpersoner, institutioner och företag till en del – kanske större delen – ur sitt löpande finansiella sparande. Ett tillflöde till marknaden kommer från aktieägare som under förutsättning att utsikterna till avkastning ter sig gynnsamma regelbundet återinvesterar (en del av) erhållna utdelningsinkomster efter skatt. Den totala utdelningssumman för börsbolagen (exkl. investmentbolag) uppgick 1975 och 1976 till ca 1 600 mkr. Härav återstod efter marginalskatt (som varierar mellan 0–87 % för olika placerarkategorier) uppskattningsvis 700 mkr. Nyemissioner uppgick de båda åren till resp. 882 mkr och 1 320 mkr.

Skärpt marginalbeskattning har försvårat för privatpersoner att på detta sätt bidra till tillflödet på aktiemarknaden.

Av det totala årliga hushållssparandet har hittills endast en ringa del pla-



cerats i aktier. Netto har, såsom kommer att framgå av statistik som presenteras längre fram, hushållssektorn under flera av de senaste tio åren varit säljare av aktier.

Utbudet på aktiemarknaden är emellertid, åtminstone på några års sikt, inte helt beroende av det årliga tillflödet av finansiellt sparande. Privatpersoner, företag m. fl. är ägare till en stock av kapital i form av fastigheter, företag, aktier, obligationer, bankdepositioner, kassa m. m. och denna stock är mångfaldigt större än det årliga sparandet. Marknadsvärdet av hushållens totala förmögenhet uppgick brutto enligt de beräkningar som redovisas i bil. 4 år 1975 till närmare 650 mdr kr. Av detta var endast 36 mdr kr aktier. Medel för placering i aktier kan härröra från realkapital eller finansiellt kapital i detta bestånd, som ägarna avser att *transformera* i riskhänseende. Det kan också vara fråga om kapital som redan är placerat i aktier men som omplaceras. Huruvida ägarna *vill* göra detta beror givetvis på samma slag av överväganden som gäller placeringen av det löpande sparandet. Huruvida de *kan* göra det beror på sådana omständigheter som existensen av en marknad för värdepapper som gör det möjligt att sälja ett slags värdepapper mot likvida medel, vilka kan användas omedelbart eller senare för förvärv av andra värdepapper, liksom möjligheterna att *belåna* fastigheter och värdepapper. I vilken mån så är fallet beror i sin tur på hur utvecklade de finansiella institutionerna är och på den penningpolitik som förs.

Kapitalet kan således vara mer eller mindre mobiliserat och redo för placering på värdepappersmarknaden. Denna potential av placeringssökande kapital har av allt att döma under de senaste fem å tio åren vuxit avsevärt såväl i absoluta tal som i relation till det totala börskapitalet. Det bör dock observeras att detta kapital inte bara har aktier som placeringsobjekt. Obligationer, andra värdepapper, reverser och specialinlåning i bankerna utgör konkurrerande alternativ. Anledningen till att denna pool av placeringsbart kapital ökat torde främst vara den mer rörliga och sofistikerade portföljförvaltning, som framför allt de institutionella placerarna slagit in på. De omfattande försäljningarna av företag, skog och fastigheter har också inneburit tillskott av placeringssökande kapital – däremot inte ett tillskott till sparandet. Storleken av poolen företer emellertid betydande kortsiktiga svängningar uppåt och nedåt till följd av växlingar i konjunkturutsikter, penningtillgång, ränteläge och det allmänna psykologiska klimatet. Sålunda föranledde konjunkturbedömningarna de placerande institutionerna att under 1973–74 bygga upp ett stort bestånd av likvida medel. Det ter sig sannolikt att dessa till stor del senare placerades i 1975 och 1976 års stora nyemissioner.

Man kan således inte tala om "tillgång" på riskkapital i någon absolut mening. I vilken omfattning kapital placeras i aktier, beror såsom redan tidigare framhållits, av en rad faktorer såsom placerarnas avkastningskrav, inbegripet graden av riskvillighet, likviditetspreferenser, förväntningar beträffande utvecklingen av vinster, samhällsekonomi och politik. Utbudet är på kort sikt mycket flexibelt och det påverkas i positiv eller negativ riktning av penningpolitik och av händelser som inverkar på marknaden. Det kan också påverkas av åtgärder på lagstiftningens och den ekonomiska politikens områden, som förändrar placerarnas kapacitet för sparande eller

avkastningen på deras placeringar. Gemensamt för både utbuds- och efterfrågesidan är den stora betydelse som beskattningen har. Nästan alla tänkbara reformer som syftar till att förbättra företagets försörjning med eget kapital har en skattesida. Såväl en analys av utgångsläget som en diskussion av tänkbara reformer kompliceras av att de olika kategorierna av placerare har olika regler beträffande beskattningen av inkomst av kapital och realisationsvinster. De olika placeringsobjekten för kapital – fastigheter, aktier, obligationer, bankdepositioner osv. behandlas också skattemässigt olika. Placerarnas handlingsfrihet kan vidare begränsas av lagregler, såsom t. ex. är fallet för försäkringsbolag. Privatpersoners placeringsvanor kan också påverkas negativt och begränsas av brist på kunskaper eller ideologiska bindningar. Vad beträffar de ideologiska bindningarna tyder dock en Sifo-undersökning år 1974 på att endast två procent av svenska folket var *mot* enskilt aktieäggande av ideologiska skäl.

### Ägarstrukturen i börsbolagen

För en studie av aktiemarknadens utvecklingsförutsättningar är information om ägarförhållandena av stort intresse. Statistiken om den svenska förmögensstrukturen är emellertid mycket bristfällig. Den enda löpande statistiken rörande privatpersoners förmögenheter är taxeringsstatistiken som dock endast redovisar vissa slag av tillgångar. Kapitalkatteberedningen utförde 1966 undersökningar som nu håller på att kompletteras. Här har använts Gunnar Fonds undersökning från 1975 samt en studie som gjorts inom Skandinaviska enskilda banken avseende aktieägarstrukturen i 13 börsnoterade, VPC-registrerade bolag. Fonds undersökning avser omkring hälften av antalet börsnoterade företag men sannolikt en betydligt större andel räknat i omsättning eller sysselsättning. Fördelningen på ägarkategorier enligt de båda undersökningarna framgår av tabellerna 9 och 10.

**Tabell 9 Aktiernas fördelning på olika ägarkategorier i 63 bolag år 1975**

Ägare	Äger sammanlagt antal aktier	I % av alla aktier
1. Fysiska personer	73 626 000	52,8
2. Familjestiftelser	3 156 000	2,3
3. Pensionsstiftelser, pensions- och personalkassor	3 553 000	2,6
4. Intresseorganisationer	2 521 000	1,8
5. Investmentbolag	18 951 000	13,6
6. Banker och finansbolag samt aktiefonder	1 409 000	1,0
7. Försäkringsbolag	14 020 000	10,0
8. Övriga svenska bolag	11 701 000	8,4
9. Utländska bolag	3 540 000	2,6
10. 4:e AP-fonden	885 000	0,6
11. Kungafamiljen och kyrkorna	832 000	0,6
12. Offentliga myndigheter	1 395 000	1,0
13. Ideella organisationer o. dyl.	3 801 000	2,7
Summa	139 390 000	100,0

Källa: Gunnar Fond: *Aktieägandets fördelning i börsnoterade företag*. Bil. I till *Kollektiv kapitalbildning genom löntagarfonder*, rapport till LO-kongressen 1975.

Tabell 10 Fördelning av aktieägandet i relation till totalt aktiekapital år 1975 i 13 börsnoterade aktiebolag (procent)<sup>a</sup>

	Samtliga 13 bolag
Investment- och förvaltningsbolag	15,2
Rörelsedrivande företag	11,4
Försäkringsbolag	10,9
AP-fonden	0,8
Aktiefonder	0,3
Privatpersoner	14,1
Övriga <sup>b</sup>	10,2
Andelen undersökta aktier	62,9
Innehav mindre än 501 st. (huvudsakligen privatpersoner)	36,1
Ej utbytta kupongaktiebrev	0,6
	100,0
Andelen utlandsägda aktier	4,3
Privatpersoners andel av innehav större än 500 aktier	22,0

<sup>a</sup> Bearbetningen avser den del av aktieböckerna som är offentliga, dvs. ägarposter om mer än 500 aktier. Innehav om mindre än 501 aktier har hänförs till gruppen fysiska personer.

<sup>b</sup> Stiftelser, fonder, akademier, arbetsmarknadsorganisationer, kommuner m. fl.

Källa: Skandinaviska enskilda bankens undersökning av VPC-registrerade aktier 1975.

En jämförelse med det material för 1964 som publicerades av Koncentrationsutredningen tyder på att institutionerna, dvs. investmentbolag, rörelsedrivande bolag, stiftelser m. fl. ökat sin andel som ägare av de börsnoterade företagen, medan hushållens andel under de senaste åren stadigt minskat. Den torde i början av 1950-talet ha uppgått till närmare 75 %. Enligt Fonds utredning var institutionernas andel 47,2 % år 1975 och enligt Koncentrationsutredningen 44,3 % år 1964. Det är framför allt investmentföretagen som expanderat.

Vill man ha en klar bild av ägarstrukturen bör man ta hänsyn till att många av de institutionella ägarna är aktiebolag, som i sin tur ägs av bl. a. privatpersoner. En del institutioner såsom stiftelser, fonder, organisationer m. fl. innehar aktier som *slutliga* ägare. Andra såsom investmentföretag och vissa rörelsedrivande bolag är däremot att betrakta som *sekundära* ägare. I syfte att klargöra ägarstrukturen i dessa avseenden har Waldenströmm-kommittén gjort en beräkning som redovisas i nedanstående diagram.<sup>8</sup>

Trots den minskade relativa andelen äger således hushållen, om man bara ser till det slutliga ägandet, 2/3 av börsföretagen. Detta gäller svenska ägare. Utländska företag och privatpersoner har ca 6 %.

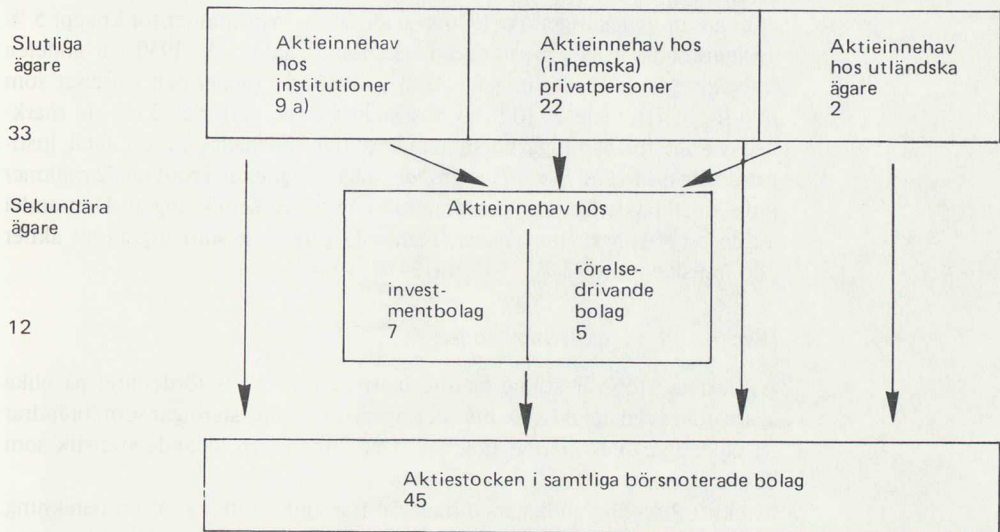
Det bör vidare observeras att *antalet* privata aktieägare under senare år visat en stark uppgång. Enligt en enkät som gjorts av Sveriges aktiesparares riksförbund uppgick antalet aktieägare 1975 till ca 740 000 personer (18–75 år) och till kanske 1 miljon personer om övriga åldersgrupper inkluderas. Ulf Lundman uppskattade antalet aktieägare 1968 till 302 000 personer. Antalet aktieägare har således mer än fördubblats på sju år.<sup>9</sup>

<sup>8</sup> Företagsvinster, kapitalförsörjning, löntagarfonder. Rapport från en arbetsgrupp inom näringslivet 1976, sid. 85.

<sup>9</sup> Håkan Gergjils: *Att spara i aktier*. Aktiespararnas skriftserie nr. 1, 1976.

## Ägarstrukturen i börsnoterade företag

(Siffrorna anger ungefärliga börsvärden 1975 i mdr kr)



a) Varav försäkringsinstitut ca 4,5 mdr kr, stiftelser, fonder, organisationer etc ca 4,5 mdr kr.

De Sifo-undersökningar angående aktieägandet som utförts på uppdrag av Aktiespararna, och till vilka tidigare hänvisats, har ökat kunskaperna om hushållens aktieinnehav och enskilda personers attityder till aktiesparande. Av dessa undersökningar framgick bl. a. följande. Den tidigare refererade uppgiften att det 1975 fanns ca 740 000 personer som var aktieägare innebar, om den tillfrågade gruppen är representativ för hela befolkningen, att 11 % ägde aktier och att 88 % *inte* ägde aktier. (1 % svarade vet ej). Antalet "börsnoterade hushåll", dvs. antalet hushåll där det finns någon aktieägare, utgjorde 1965 9 % och 1975 17 % av samtliga hushåll. Som väntat var aktier vanligare bland dem som har högre inkomst än dem som har lägre. Vart femte hushåll med en inkomst över 75 000 kr hade aktier. I intervallet 45 000–75 000 kr hade 12 % aktier och bland dem som tjänade mindre än 45 000 kr endast 6 %. År 1975 hade drygt halva befolkningen en inkomst överstigande 45 000 kr. Av personer med högre utbildning ägde 23 % aktier men endast 6 % av dem med lägre utbildning. 1 % av de tillfrågade tillhörde en aktiesparklubb. Detta motsvarar ca 60 000 personer. Undersökningen tydde vidare på att 2 % av befolkningen ägde andelar i aktiefonder, dvs. ca 120 000 personer. (Jfr avsnittet om aktiefonder.)

Drygt en miljon människor har enligt enkäten övervägt att spara i aktier. Enligt undersökningar utförda i januari och februari 1977 visade det sig att de flesta enskilda personer sparade i aktier med långsiktigt perspektiv. Endast 3 % av alla aktieägare i landet uppgav sig köpa för att sälja inom ett år och 4 % för att sälja inom 2 år. Det framkom också att närmare

70 % av alla aktieägare fäster större vikt vid aktiernas värdetillväxt än vid den direkta utdelningen.

Institutionernas ökade betydelse på aktiemarknaden är inte något unikt för Sverige. I USA<sup>10</sup> har finansiella institutioners aktieinnehav ökat markant efter andra världskriget. År 1940 svarade dessa institutioner för knappt 5 % av marknadsvärdet för samtliga börsnoterade aktier. År 1950 var andelen inte större än 8 % mot ungefär 25 % 1971. Vissa fonder och stiftelser som inte ingår häri ägde ca 10 % av marknadsvärdet, varför ca 35 % av marknadsvärdet för samtliga börsnoterade aktier innehades av ett fåtal institutionella placerare, medan resterande ca 65 % ägdes av i runt tal 32 miljoner individuella aktieägare, motsvarande ca 15 % av befolkningen. Den andel av de amerikanska hushållens finansiella tillgångar som utgörs av aktier har minskat från 43 % 1967 till 24 % 1974.<sup>11</sup>

### *Placerarna på aktiemarknaden*

Av intresse för vår studie är inte blott aktiestockens fördelning på olika ägare utan även det *flöde* av investeringar och desinvesteringar som förändrar de olika ägarkategoriernas innehav. Det finns ingen löpande statistik som belyser detta.

Aktiv Placering ab har med material från olika källor gjort en beräkning för åren 1964–76 som redovisas i tabell 11. Det som mest faller i ögonen vid läsningen av denna tabell är följande:

- Försäkringsbolagens och investmentbolagens växande betydelse som placerare.
- Aktiefondernas blygsamma tal fram till 1974 och remarkabla uppsving 1975 och 1976.
- Valutautlåningar har under de redovisade åren permanent varit nettosäljare.
- 4:e AP-fondens entré som tung placerare fr. o. m. 1974 – av samma klass som försäkringsbolagen.
- Hushållen har under flera av de redovisade åren varit nettosäljare. Hade det varit möjligt att separera hushållen från privata pensionsfonder och stiftelser, vilka också ingår i denna grupp, skulle sannolikt nettominskningen visat sig ännu större. Det exceptionellt stora positiva beloppet för 1976 talar dock för att även hushållen detta år bidragit med stora belopp. (De siffror för privatpersoners nettoförsäljning av aktier som redovisas är avsevärt lägre än de som redovisas i Statistiska centralbyråns statistik enl. bilaga 4. Denna statistik avser visserligen hushållssektorns innehav av aktier av alla slag – även icke börsnoterade – men skillnaderna är trots detta anmärkningsvärt stora.)

Den negativa utvecklingen för hushållens aktieinnehav (stock) torde till väsentlig del kunna förklaras av upplösning av gamla förmögenheter i samband med dödsfall, skifte av dödsbon och den arvsbeskattning som utgår i samband därmed. Effekten härav har inte kunnat motvägas av den starka ökning av *antalet* aktieägare som noterats för de senaste tio åren. Det rör sig här om var för sig små poster. Den starka ökningen av aktiefonderna under de allra senaste åren bör emellertid observeras. Den har sannolikt burits upp av småsparare.

<sup>10</sup> *Stockownership in the United States: Characteristics and Trends*. Marshall E. Blume, Jean Crockett and Irwin Friend. Survey of Current Business No. 11, November 1974.

<sup>11</sup> Charles H. Mott: *The Outlook for U.S. equities*. Föredrag 1975-10-28 inför Conference Board, Frankfurt/Main.

Tabell 11 Olika placerares köp av aktier 1964-76 (mkr)<sup>a</sup>. Börsnoterade aktier och aktier på fondhandlarlistan

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Fondkommissionärers sammanlagda aktieomsättning	1 513	1 917	1 589	1 075	1 950	2 809	1 849	2 692	4 147	4 928	5 130	5 244	6 161
Nyemissioner och nyintroduktioner av aktier	377	883	360	181	60	483	47	182	210	177	393	866	1 476
Nettoköp	93	137	109	62	33	109	113	106	183	235	176	213	282
försäkringsbolag					176	149	-18	196	113	114	70	293	84
investmentbolag					9	11	15	26	33	10	7	130	163
aktiefonder					-25	-85	-28	-45	-150	-68	-188	-88	-114
valutautlåningar											232	197	293
4:e AP-fonden	284	746	251	119									
övriga (pensionsstiftelser, privatpersoner m. fl.)					-133	299	-35	-101	31	-114	96	121	768
Summa = nyemissioner + introduktioner	377	883	360	181	60	483	47	182	210	177	393	866	1 476

Källa: Aktiv Placering ab

<sup>a</sup>Beräkningen av olika placerares köp av aktier har gjorts på följande sätt:

1. Beloppet för nyemissioner och nyintroduktioner framräknas internt inom Skandinaviska enskilda banken.
2. Försäkringsbolagens nettoplaceringar av aktier redovisas kvartalsvis av försäkringsinspektionen.
3. Aktiefonders och investmentbolags nettoplaceringar av aktier publiceras av SCB. För löpande år gör Aktiv Placering ab beräkningar på grundval av kvartalsrapporter från aktiefonder samt delårsrapporter från investmentbolag.
4. Valutautlåningars nettoplaceringar redovisas av bankinspektionen.
5. 4:e AP-fondens nettoplaceringar framgår av dess halvårsrapporter och årsredovisningar.
6. Gruppen övriga, dvs. pensionsstiftelser, andra aktiebolag än investmentbolag och privatpersoner m. fl., är en restpost.
7. Den i tabellen angivna aktieomsättningen för fondkommissionärerna är hämtad från bankinspektionens statistik.

Starkt progressiv beskattning i förening med inflation har kraftigt reducerat *kapaciteten* för aktiesparande ur löpande inkomster hos de höglönegrupper som tidigare svarade för en stor del av detta sparande. Sannolikt har här en stor kvantitet sparande, som var mer riskvilligt än hushållssparandet i genomsnitt, fallit bort. Detta bortfall har inte kompensrats av den ökning av det privata sparande som ägt rum under det senaste decenniet. Vad hushållen kunnat spara och låna upp har de i stället placerat i annat än i aktier – framför allt i fastigheter.

Serien för valutautlåningars transaktioner är nettot av export och import av svenska aktier. Att nettot för alla de redovisade åren varit negativt torde ha flera orsaker. Stockholmsbörsen har under perioden ofta legat över de internationella börserna, vilket lockat till vinsthemtagning. Lägen där nedgång på Stockholmsbörsen eller försämring av kronkursen förväntats, kan också ha lockat till försäljningar. Under senare år har säkerligen också förväntade och inträffade vinstförsämringar för svenska företag spelat en roll. Stocken av utländska innehav av svenska aktier uppskattas till 1,5 mdr kr.

### *Olika placerarkategoriernas framtida insatser*

En fråga är vilka insatser de olika placerarkategorierna kan tänkas göra för att öka utbudet. Ett mycket stort intresse knyter sig till frågan om vilken roll som *privatpersoner* (hushåll) kan tänkas få som aktiesparare direkt och via placerande och förvaltande institutioner. I vilken mån är det möjligt att mobilisera den stora potential för placeringar som hushållen har? Som framgått av statistiken skulle det då vara fråga om att vända ett nettoflöde – som flera av de senaste 10 åren varit negativt – till ett positivt sådant.

Andra frågor gäller institutionernas insatser – *försäkringsbolagens*, *investmentbolagens*, *rörelsedrivande bolags* och *aktiefondernas*. En särskilt intressant fråga är huruvida aktiefondernas starka tillväxt under senaste år kommer att fortsätta.

Ett viktigt spørsmål i sammanhanget är också, som redan nämnts, vilken roll som *löntagarfonder* av olika varianter – kollektivt organiserade eller sådana med individuell dispositionsrätt – kan komma att spela. Vidare kan man ställa frågan, vilken roll som kommer att tilldelas *4:e AP-fonden*.

Slutligen kan det, om det blir trångt på den svenska marknaden, bli motiverat att låta *utländska placera* få delta i emissionerna. Det skulle även i detta fall bli fråga om att vända ett negativt nettoflöde till ett positivt sådant.

I det följande behandlas ett antal frågor som har att göra med de olika placerarkategoriernas kapacitet. Någon siffermässig precisering av de olika placerarnas andelar i den önskvärda tillväxten av utbudet görs inte. Hur tabell 11 kommer att se ut i framtiden blir i väsentlig grad beroende av politiska beslut. Framställningen avser att belysa de valmöjligheter som finns.

### *Hushållens kapacitet och placeringsvanor*

Enligt en balansräkning för hushållen som sammanställts av IUI i bil. 4 hade hushållen 1975 tillgångar brutto på 648 mdr kr. Härav utgjorde banktillgodohavanden och sedlar 153 mdr kr och aktier endast 36 mdr kr. En stor effekt – låt vara av engångsnatur – skulle erhållas om enbart några få procent av de totala tillgångarna kunde transformeras till investeringar i aktier.

Det årliga *hushållssparandet* är av betydande omfattning. Det var 1976 av storleksordningen 16 mdr kr. En betydande del av detta sparande består av amorteringar och försäkringssparande och är således inte tillgängligt för placering i värdepapper. Om säg 5 % av den disponibla delen – omkring 6 mdr kr – placerades i aktier, skulle aktiemarknaden få ett tillskott på 300 mkr per år.

Innan vi går in på en närmare diskussion av olika åtgärder i syfte att i positiv riktning söka påverka hushållens utbud av kapital för placering i aktier är det skäl att erinra om att utgångsläget är mycket ogynnsamt.

Som visades i avsnitt II och diagram 4, har den effektiva avkastningen på aktier successivt sjunkit under 1950-, 60- och 70-talen. Den reala avkastningen har under senare år varit negativ. Samtidigt har de med aktieplaceringar förknippade riskerna ökat. Detta bör relateras till den betydligt gynnsammare avkastningen – med hänsyn tagen till inflation och skatt – som enskilda personer kan erhålla på andra placeringar, i första hand fastigheter. Detta beror ej enbart på skillnader mellan olika placeringsobjekt i avkastning före skatt utan också på, att vårt beskattningssystem inte är neutralt vid behandlingen av olika placeringsformer. Investeringar i fastigheter gynnas starkt, medan investeringar i aktier missgynnas. Den samlade effekten av marginalskatterna på inkomster, olikheter mellan placeringsformerna beträffande beräkning av den skattepliktiga inkomsten och skattepliktig realisationsvinst samt hävstångseffekter leder till detta resultat. Här berörda problem behandlas i Sven Erik Johanssons undersökning (bil. 2). De räkneexempel som där presenteras visar, att placeringarna betett sig helt rationellt, när de givit andra placeringar än aktier prioritet, och när de i viss omfattning desinvesterar i aktier.

En omständighet som dock talar till aktiernas förmån och som kanske förklarar det stora intresset för de senaste årens nyemissioner är det förhållandet att ett antal aktier möjliggjort bättre värdesäkring än nominella placeringar. Det är vidare lättare att realisera värdestegring på aktier än värdestegring på fastigheter. Aktiemarknaden har låga transaktionskostnader. Man kan realisera en del av värdestegringen på en aktieportfölj. En fastighet måste – åtminstone när det gäller villor och hyresfastigheter vilka i regel inte kan avstyckas – säljas helt eller inte alls.

För att privatpersoner i fortsättningen skall bli intresserade av att placera i aktier gäller givetvis först och främst att avkastningen efter skatt med beaktande av riskskillnaderna blir konkurrenskraftig med andra placeringsobjekt. Om man inte vill försämra skattereglerna för andra placeringsobjekt, får man inrikta sig på åtgärder som förbättrar aktiernas position i förhållande till de andra placeringsalternativen. Några, nära till hands liggande åtgärder, vore följande.



### *Ändrade skatteregler*

Fysiska personer har vid deklarationen under "inkomst av kapital" rätt till avdrag på 800 kr för ensamstående och 1 600 kr gemensamt för makar. Detta gäller fr. o. m. inkomståret 1975 och innebär en fördubbling gentemot vad som tidigare gällde. Detta får emellertid ses mot bakgrunden av att prisnivån sedan föregående höjning 1961 stigit till den dubbla. Någon reell ökning av schablonavdraget är det alltså inte fråga om. En rejäl höjning till säg 5 000 kr per år skulle sannolikt verka sparstimulerande och ge incitament för aktiesparande. Ännu mer skulle så bli fallet, om ett *speciellt avdrag för aktieinkomster* infördes.

En ändring av *realisationsvinstbeskattningen* så att den *inte träffade omplaceringar* av aktier utan endast nettoförsäljningar skulle sannolikt också ha en gynnsam effekt. Ytterligare en åtgärd som skulle kunna gynnsamt påverka benägenheten att investera i aktier vore att den beräknade *kapitalvinsten* vid försäljning *reducerades med en inflationsfaktor*, på samma sätt som sker vid beräkning av skattepliktig realisationsvinst för fastigheter.

Genom att utforma beskattningen av aktieutdelningar som en *kupongskatt* skild från inkomstbeskattningen skulle det vara möjligt att avväga beskattningen så, att aktieavkastningen gynnades, om man skulle vilja åstadkomma den effekten.

### *Mera information*

*Informationen* till allmänheten om företagen och börserna har avsevärt förbättrats under senare år, men det behövs sannolikt ytterligare insatser, särskilt om man vill intressera en större del av allmänheten för investeringar i aktier. Informationsbehovet gäller, förutom företagets ekonomi, inte minst en rad praktiska frågor såsom hur man går till väga för att köpa och sälja samt förvalta aktier. Här som i många andra sammanhang beror negativa attityder ofta på okunnighet. Uppgiften att informera – propagera – men även skydda allmänheten vilar på företagen, bankerna, fondhandlarna och myndigheterna. Särskilt om det blir fråga om brett upplagda informationsaktiviteter måste det göras helt klart att det är fråga om risktagande. Det är de förmedlande institutionernas sak att medverka till att det blir ett risktagande av rimlig omfattning för enskilda personer och hushåll.

En 1975 bildad stiftelse – Aktiefremjandet – har fått till uppgift att hos allmänheten öka kännedomen om och intresset för aktier som sparform. Av stort intresse är de undersökningar som gjorts av Sveriges aktiesparares riksförbund rörande aktieägandets struktur och allmänhetens attityder till aktieägande. Härav framgår bl. a. att ca 1 miljon människor i Sverige, som inte äger aktier, övervägt att spara i aktier.

### *Utgiftsbeskattning*

Ett mycket radikalt sätt att höja privatpersoners och hushålls kapacitet för sparande i allmänhet och därmed också för placering i aktier vore att övergå till utgiftsbeskattning. En sådan beskattning träffar konsumtionen. Schematiskt innebär utgiftsskatten följande.

Som skattepliktig inkomst räknas:

- Alla kontanta likviditetstillskott (löpande inkomster, försäljningslikvider, arv, gåva, lån etc.)
- All upplösning av sparande.

Från summan av dessa avdrages:

- Alla löpande utgifter för inkomstens förvärvande.
- Alla utgifter för investeringar i förvärvsverksamhet.
- Allt nysparande.

Nettot av dessa poster motsvarar konsumtionen för privatbruk och utgör beskattningsunderlaget och beskattningen är progressiv.<sup>12</sup>

Systemet kan verka starkt sparfrämjande, eftersom sparandet inte beskattas så länge det hålles investerat i fastigheter, värdepapper eller bankräkningar.

Det finns här inte anledning att gå djupare in på de många redovisningstekniska problem och lagstiftningsfrågor som en utgiftsbeskattning skulle föranleda. De problem det är fråga om, bl. a. vilka gränsdragningar mellan sparande och konsumtion som skulle göras – gränsdragningen mot inkomst av rörelse, den skattemässiga behandlingen av personer som flyttar ut ur landet, fördelningspolitiska effekter m. m. – samtliga frågor som är mycket komplicerade. Ett eventuellt införande av ett skattesystem av denna typ måste ligga ganska långt fram i tiden. Som metod att öka sparandet är emellertid systemet av principiellt intresse.

### *Investeringsfonder för hushåll*

En sparfrämjande åtgärd, besläktad med utgiftsbeskattningen, vore att inrätta investeringsfonder för hushåll. Dessa skulle i princip kunna fungera på samma sätt som företagens investeringsfonder, dvs. inkomsttagarna skulle få rätt att göra en temporär, skattefri avsättning till ett investeringskonto i form av ett särskilt för ändamålet öppnat bankkonto. Om kontot disponeras, återföres beloppet till beskattning. Hålles beloppet kvar på kontot över en viss spärrtid, blir skattefriheten definitiv. Dispositionsreglerna kan också utformas så, att de efter en viss tid – säg 3–5 år – får börja tas i anspråk med skatterabatt, och att denna rabatt stiger ju längre beloppet hålles innestående, för att efter viss tid – säg 10 år – helt befrias från skatt.

Om reglerna utformas så att det avsatta beloppet utan förlust av skattefriheten kan investeras i aktier – t. ex. genom att placeras som andelar i aktiefond – kan systemet också få positiva effekter på utbudet av riskvilligt kapital.

Investeringsfonder för hushåll kan också, i likhet med vad som är den huvudsakliga uppgiften för företagens investeringsfonder, användas som ett stabiliseringspolitiskt instrument. Reglerna kan utformas så, att regeringen får möjlighet att medge hel eller partiell skattefrihet för dragning på investeringsfonderna, när det bedömes önskvärt att stimulera konsumtionen av konjunkturpolitiska skäl. Omvänt kan det under högkonjunktur vara motiverat att belägga dragningar på investeringskontona med en extra skatt.<sup>13</sup>

<sup>12</sup> *Progressiv utgiftsskatt – ett alternativ?* SOU 1976:62.

<sup>13</sup> Ovanstående överensstämmer i stort sett med de förslag som framförts av docent Gunnar Eliasson. Se *Affärsvärlden – Finanstidningen* nr 19/1972 och *Vårt Ekonomiska Läge – Svenska Sparbanksföreningen* mars 1976.

### Organiserat lönsparande

Ett effektivt sätt att öka sparandet och därmed potentialen för aktiemarknaden är att knyta någon form av sparande till *löneuppgörelserna*. Detta förutsätter dock inte nödvändigtvis att förvaltningen sker kollektivt. Ett skäl att knyta sparande till kollektivavtalen skulle vara erfarenheten, att den stora allmänhetens sparvanor endast långsamt låter sig förändras. Ett arrangemang, knutet till löneuppgörelserna, skulle kunna ge snabbare resultat. En procent på den totala lönesumman skulle f.n. motsvara ca 1,8 mdr kr. För de i den tidigare refererade undersökningen ingående börsföretagen motsvarade 1 % av lönesumman år 1976 ca 500 mkr.

Det finns ett stort antal tänkbara *varianter* av sådana system. De kan exempelvis göras företagsindividuella eller byggas på kollektiv av företag. Sparandet kan samlas upp i fonder, och t. ex. organiseras som aktiefonder, förvaltade av större eller mindre kollektiv av löntagare. Sparandet kan helt eller delvis förvaltas individuellt av löntagarna och kan konstrueras med eller utan skatteförmåner. Det finns ett spektrum av placeringsformer för de sparade pengarna. Här knyter sig intresset främst till sådana system som avser att förstärka företagets tillgång till riskvilligt kapital.

*Den s. k. Waldenströmska kommittén*<sup>14</sup> – tillsatt av Sveriges Industriförbund och Svenska Arbetsgivareföreningen – har som sitt huvudförslag inrättandet av ett sparlönesystem. En del av det disponibla löneutrymmet sparas. Detta tillföres fonder, förvaltade av löntagarna, som i sin tur placerar dessa i näringslivet, företrädesvis som aktiekapital. Medlen skall stå inne hos fonderna under viss spärttid och därefter bli disponibla för andelsägarna. Fonderna kan vara företagsvisa i de fall det är fråga om större, i synnerhet börsnoterade företag, eller vara fristående och förvalta medel från ett antal företag eller medel som kommer från anställda utanför företagssektorn.

För att ett sparande av detta slag skall kunna byggas på frivillighetens grund, bör det enligt kommitténs mening kompletteras med stimulanser från det allmännas sida bl. a. i form av vissa skattelättnader. Tänkbara former för en sådan skattestimulans vore avdragsrätt för sparandet upp till ett visst belopp eller skattefria premier.

Lönebaserade system för uppbyggnad av löntagarfonder har tidigare föreslagits av bl. a. H. Schein 1972 och V. Bergström 1973. Båda dessa förslagsställare har tänkt sig obligatoriska system med kollektiv prägel. De vill ha individuella andelar. Enligt Scheins förslag skall de anställda få individuella andelar som dock ej kan inlösas; däremot skall avkastningen på fondernas aktier delas ut kontant till de anställda.<sup>15</sup>

Assar Lindbeck har skisserat ett förslag till medborgarfonder enligt vilket ett femtiotal oberoende och konkurrerande kapitalfonder med fri placeringsrätt skulle upprättas. Fondernas styrelser skulle väljas av breda befolkningsgrupper. Fonderna skulle erhålla medel bl. a. från AP-fonden och från skattemedel. Medborgarna skulle få individuella andelar i form av pensionsrättigheter, avkastningsrätter eller aktier.<sup>16</sup>

Det bör påpekas att *vinstdelningsystem* inte hör hemma under den diskussion som här förts. Sådana system bidrar inte annat än i speciella situationer till ökning av företagets egna kapital. Det system med löntagarfonder som Rudolf Meidner utarbetat på uppdrag av LO är således inte

<sup>14</sup> *Företagsvinster – kapitalförsörjning – löntagarfonder*. En rapport från en arbetsgrupp inom näringslivet. 1976.

<sup>15</sup> V. Bergström: *Kapitalbildning och industriell demokrati*. 1973. H. Schein: *Ett steg till en socialistisk näringspolitik*. Tiden 1972:2.

<sup>16</sup> Dagens Nyheter den 27 mars 1976.

i första hand avsett som ett instrument för ökad kapitalbildning.<sup>17</sup> Den primära avsikten är i stället att göra löntagarna kollektivt delaktiga i det företagssparande som genereras av vinsterna. De företagsspecifika vinstandelssystem som en del företag frivilligt inrättat eller kommer att inrätta, avser heller inte primärt att öka kapitalbildningen i det egna företaget utan till att förbättra möjligheterna för de anställda till individuell förmögenhetsbildning.

Frågan om löntagarnas delaktighet i företagens kapitaltillväxt är nu föremål för offentlig utredning.<sup>18</sup> Den ovan gjorda uppräknningen av komponenter i ett lönsparssystem visar, att kombinationsmöjligheterna är många. Det bör vara möjligt att konstruera system, som både ökar sparandet och leder till bättre fungerande finansiella marknader – däribland aktiemarknaden. Det är för övrigt inte säkert att det är den bästa lösningen att bara ha ett system.

### *Försäkringsbolagens aktieplaceringar*

Enligt 1948 års lag om försäkringsrörelse skall försäkringsbolagen som skuld under benämningen "försäkringsfond" uppta värdet av bolagets ansvarighet på grund av inträffade försäkringsfall (ersättningsreserv), löpande försäkringar (premiereserv) och tilldelad återbäring. Ett belopp motsvarande försäkringsfonden måste vid varje tidpunkt finnas redovisat i vissa specificerade tillgångar som anses ha särskilt god bonitet – såsom obligationer och lån mot säkerhet av inteckningar inom viss del av taxeringsvärdet. Begränsande på möjligheterna att placera i aktier är också att endast 1/10 av försäkringsfonden får placeras i andra tillgångar än de i lagen särskilt specificerade, dock inte i aktier, för vilka placeringar endast *försäkringsbolagens fria fonder* (eller överskottsfonder) får utnyttjas. Vidare får ett försäkringsbolag inte äga ett större antal aktier i ett individuellt bolag än att dess röstetal motsvarar högst 5 % av röstetalet för samtliga aktier i bolaget ifråga. En begränsande möjlighet att placera i aktier är också *riksbankens placeringskrav*. Under senare år har dessa inneburit, att 2/3 av försäkringsbolagens placeringar (nettoökning) skall avse prioriterade tillgångar, dvs. i huvudsak statspapper, bostadsobligationer och krediter för förvärv av nybyggda bostadsfastigheter.

I slutet av 1975 ägde försäkringsbolagen (riksbolagen) börsnoterade aktier till ett nominellt belopp av 1 982 mkr, motsvarande 4 % av samtliga tillgångar – en siffra som ult. 1976 hade stigit till 2 300 mkr. Om man antar, att för detta innehav marknadsvärdet förhåller sig till det nominella värdet på samma sätt som för den totala börsnoterade aktiestocken, utgjorde marknadsvärdet av försäkringsbolagens aktier i runt tal 5 400 mkr, eller ca 12 % av värdet på samtliga börsnoterade aktier. Det är de största försäkringsbolagen som naturligt nog dominerar som placerare och som också har de högsta andelarna av röstetalen i de bolag, där de placerat. Flera, mindre försäkringsbolag har inte några placeringar alls i aktier. I de 13 VPC-registrerade företagen som ingår i S-E-bankens undersökning svarade försäkringsbolagen för inemot 11 % av börsvärdet, och endast i två av dem (Volvo och NK) var innehavet mindre än 5 % av värdet av respektive bolags samt-

<sup>17</sup> Rudolf Meidner i samarbete med Anna Hedborg och Gunnar Fond: *Löntagarfonder 1975 och Kollektiv kapitalbildning genom löntagarfonder*. Rapport till LO-kongressen 1976.

<sup>18</sup> Offentlig utredning tillsatt 1975: "Utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten".

liga aktier. Eftersom försäkringsbolagen som ovan nämnts inte får äga aktier för mer än 5 % av röstetalet av samtliga aktier i ett bolag, innebär detta alltså, att försäkringsbolagen i stor utsträckning äger aktier med lägre röstetal. De många fusionerna i branschen har minskat kapaciteten för försäkringsbolagen som grupp att placera i aktier. Tidigare var det fler företag som var för sig kunde gå upp till 5 %-gränsen. Det bör observeras att nyemissioner i bolagen automatiskt ökar försäkringsbolagens möjligheter att placera i aktier.

Det finns således tre olika regelsystem som begränsar försäkringsbolagens möjligheter att placera i aktier. För närvarande är det riksbankens placeringskrav som har den starkaste effekten. Det råder nämligen stark konkurrens om den tredjedel av nettotillflödet som kan placeras fritt. Utlåning till kunder och andra typer av lån, investeringar i fastigheter och aktier trängs om det knappa utrymmet. Detta har inskränkts ytterligare genom de överenskommelser som träffades i april 1975 med riksbanken om köp av industriobligationer och i februari 1977 innebärande en höjning av placeringskvoten från 60 till 65 %. Försäkringsbolagen skulle därför i nuvarande läge inte kunna öka sina placeringar på aktiemarknaden nämnvärt, även om reglerna om röstetalsbegränsning liberaliserades eller slopades.

De från 1976 ändrade skattereglerna för pensionsförsäkringar som betalas med engångspremier torde verka hämmande på försäkringsbolagens premieintäkter av privat pensionsförsäkring. Denna nedgång kompenseras av de ökade premieintäkter som följer av en pågående kraftig uppbyggnad av arbetsmarknadsförsäkringar (AMF-pension, AMF-sjuk, AMF-trygghet). De totala AMF-premierna har sålunda på så kort tid som 1972–1977 ökat från ca 100 mkr till ca 3 000 mkr. SPP inkl. arbetsmarknadsförsäkringar svarar numera för ca hälften av kapitalökningen hos samtliga riksbolag.

För ögonblicket rådande regleringsföreskrifter och överenskommelser bör dock inte få prägla den långsiktiga bedömningen av försäkringsbolagens insatser på aktiemarknaden. Regleringar kan ju ändras t. ex. så, att den fria sektorn också finge utnyttjas för placeringar i aktier och eventuellt utvidgas utöver nuvarande ram – något som vore motiverat med tanke på arten av det kapitalbehov som kommer att föreligga. I ett sådant läge skulle dock röstetalsregeln verka hämmande – förutsatt att aktier är konkurrenskraftiga i förhållande till andra placeringsalternativ. Att höja röstetalsgränsen t. ex. från 5 % till 10 % vore därför en åtgärd som skulle kunna öka utbudet på aktiemarknaden. Ökade möjligheter för försäkringsbolag att placera i aktier främjar också indirekt marknaden för konvertibla obligationer. Det kan tilläggas att försäkringsbolagen har i skrivelser till regeringen 1965 och 1972 föreslagit ändringar av här diskuterat slag.

### *Investmentbolagen*

Investmentbolaget representerar ur placerarens synpunkt en teknik för indirekt ägande. Vad investmentbolaget kan erbjuda placeraren är portföljval, riskspridning och förvaltning. För små placerare eller för placerare som saknar erforderliga kunskaper, tid eller intresse för att själva köpa och förvalta aktier kan dessa vara värdefulla tjänster. Utmärkande för flertalet investmentbolag är att de själva är mycket stabila som placerare. De utövar ett

Tabell 12 Investmentbolag (Mkr)

	Bokslut per	Eget kapital (moderbolag)	Balans- omslutn. (moderbolag)	Börsvärde för innehav av börsnoterade aktier (inkl. konvertibla skuldebrev)
<i>Blandade</i>				
Almedahl	77-03-01	65	87	88
Asken	76-12-31	128	162	266
Beijerinvest	76-12-31	486	965	385
Borås Invest	76-12-31	63	81	39
Cardo	77-04-30	321	342	298
Promotion	77-03-31	170	264	142
Ratos	76-12-31	204	288	204
Säfveån	76-12-31	85	144	87
<i>Rena</i>				
Carnegie	76-12-31	32	65	95
Custos	76-12-31	410	432	763
Export Invest	76-12-31	94	123	207
Företagsfinans	76-12-31	69	77	111
Hevea	76-12-31	43	43	76
Industrivärden	76-12-31	311	377	710
Investor	76-12-31	303	327	988
Kilsund	77-07-31	25	25	38
Kinnevik	76-12-31	89	129	455
Providentia	76-12-31	301	313	926
Rang Invest	77-06-30	88	87	99
Öresund	76-12-31	70	75	176

Källa: Årsberättelser.

s. k. aktivt ägande, dvs. de känner ett ansvar för de bolag, i vilka de äger betydande aktieposter. Detta har en historisk bakgrund. Några av bolagen – såsom Industrivärden, Investor och Custos – har som väsentlig uppgift haft att från banker överta aktier i företag som drabbades av kriserna på 1920- och 30-talen. Flera av de senare tillkomna investmentbolagen har bildats, just med avsikt att utveckla andra företag.

Det kan vara ändamålsenligt att – med hänsyn till skillnader beträffande risk och struktur – såsom sker i Affärsvärldens statistik dela upp investmentbolagen i två olika typer. Den ena gruppen utgörs av bolag, vars huvudsakliga verksamhet består i förvaltning av andra börsnoterade aktier och brukar betecknas som *rena* investmentbolag.

Den andra gruppen, s. k. *blandade bolag*, består av sådana som är att betrakta som moderbolag i en koncern som i övrigt består av rörelsedrivande bolag. Dessutom förvaltar de aktier i börsnoterade och icke börsnoterade företag. I denna grupp finns ett antal tidigare rörelsedrivande företag, som ombildats till investmentbolag. Där finns också ett antal investmentbolag, flertalet bildade under 1960-talet, vilkas uppgift består i att förvärva och förvalta aktier i ofta små, utvecklingsbara företag.

En förteckning över de börsnoterade investmentbolagen finns i tabell 12. Under de senaste 10 åren har 9 bolag tillkommit, medan tre (Fannyudde, Pribo och Sanna) försvunnit från börslistan.

Under senare år har investmentbolagen – såsom framgår av tabell 11 – i icke obetydlig omfattning varit nettoköpare av aktier på marknaden. Enligt diagrammet sid. 73 hade år 1975 investmentföretagen ett innehav av ca 7 mdr kr.

Investmentföretagen har en viss kapacitet att bidra till utbudet av kapital på aktiemarknaden. Gällande skatteregler föreskriver att bolagen, för att åtnjuta skattefrihet för mottagna utdelningar, måste utdela vidare 80 % av nettot av den utdelning som under året erhållits på värdepappersportföljen med avdrag för därpå löpande ränte- och förvaltningskostnader. Av nettointäkten kan således 20 % fonderas.

Under en lång följd av år har investmentbolagen inte gjort andra nyemissioner än fond- (apport-)emissioner. Detta sammanhänger med marknadens värdering av investmentbolagens aktier till 60 à 80 % av substansvärdet av bolagens aktieinnehav. Härigenom blir en placering i en nyemitterad aktie i ett investmentbolag av marknaden omedelbart nedvärderad till ungefär 3/4 av substansvärdet (vilket påverkar utformningen av villkoren vid nyemission). Två skäl brukar anges för denna nedvärdering. Det ena är att det helt enkelt varit tradition att investmentaktierna betalas lägre än sina substansvärden. Ett annat skäl med mer rationellt underlag är att man vid värdering av aktier i ett investmentbolag måste ta hänsyn till latent skatteskuld för realisationsvinster, vilken – särskilt för äldre investmentbolag – kan bli betydande. Det är emellertid å andra sidan möjligt att med räkneexempel med rimliga antaganden beträffande årlig tillväxt av utdelning och kurser visa, att effekten av den återinvestering – 20 % av utdelningsintäkten – som investmentbolag i regel gör kan leda till en "motiverad kurs" som, när hänsyn också tagits till marginalskatteeffekten, ligger avsevärt över portföljaktiernas börsvärde.<sup>19</sup>

En förutsättning för att investmentbolagen i större utsträckning skulle kunna fungera som en länk mellan hushållen och aktiemarknaden och transformera upp hushållssparandet i riskhänseende är, att denna s. k. kapitalrabatt reduceras eller elimineras.

Under den allra senaste tiden har nyemissioner förekommit. Om investmentföretagen i större omfattning skall bidra med utbud av kapital på marknaden, skulle detta förutsätta, att de fortsätter att göra nyemissioner. Sådana emissioner skulle dock utgöra ett nettotillskott till utbudet, endast under förutsättning att de kan attrahera kapital, som placerarna inte vill investera direkt i rörelsedrivande bolag.

Vid rådande relationer mellan direktavkastning på aktier och låneräntor är det i regel inte möjligt för investmentbolagen att utöka sin aktieportfölj genom upplåning. I de rena investmentbolagen finns i princip inga skattepliktiga intäkter att kvitta avdragsgilla låneräntor emot så länge mottagna utdelningar utdelas till 80 %. Kalkylen kan emellertid ställa sig gynnsammare för investmentbolag som har rörelsedrivande dotterbolag och som lånar upp för investering i dessa. Under senare tid har några investmentbolag tagit upp konvertibla lån avsedda för finansiering av dotterbolag eller förvärv av företag.

Investmentbolag har också själva investerat i konvertibla lån – i regel i samband med att ett portföljbolag utgivit sådana. Ränteinkomster från sådana lån är skattepliktiga. Förvaltningskostnader kan emellertid dras av

<sup>19</sup> Se Laszlo Szombatfalvy: *Värdering av aktier i investmentbolag*. Ekonomisk Revy nr 5/1971.

mot ränteinkomster. Några motiv att investera i konvertibla lån – utöver ev. portföljpolitiska sådana och intresset för ränteinkomster motsvarande förvaltningskostnaderna – torde investmentbolagen inte ha.

De i det föregående refererade reglerna för beskattning av investmentbolag infördes 1960 och ersatte då skatteregler som gjort det möjligt för bolag att skattefritt mottaga aktieutdelningar från andra bolag. Dessa regler ansågs ha lett till en från olika synpunkter olämplig ökning av aktiebolagens portföljer av aktier i andra företag. Överskottsmedel placerades i aktier. Det ansågs från samhällsekonomisk synpunkt icke önskvärt att företagen investerade på detta sätt i stället för i egna realinvesteringar. Uppköpen ansågs driva upp kurserna på börserna och detta särskilt som företagens nyemissionsaktivitet var låg. Systemet möjliggjorde förvärv av skattefria aktieutdelningar mot avdragsgilla räntekostnader för upplåning, vilket hade kritiserats. Häremot kan dock invändas att det torde vara samhällsekonomiskt sett rättigare med regler som uppmuntrar företag att investera överskottsmedel i andra företag, när detta är lönsamhetsmässigt fördelaktigare än investeringar i det egna företaget.

Lagändringen som i princip stadgade skattskyldighet för avkastningen på aktiebolags och ekonomiska föreningars kapitalplacersaktier innebar dock att det gjordes ett undantag för investmentbolagen. Anledningen härtill var främst att dessa bolag ansågs böra ha möjlighet till en viss reservbildning i samband med de risker de tog vid omstrukturering och rationalisering inom näringslivet. Ett annat skäl för att tillåta viss reservbildning var att bereda investmentbolagen möjlighet till en jämn utdelning. För att erhålla status som investmentbolag måste bolaget uppfylla ett antal villkor – bl. a. beträffande antalet aktieägare och riskspridningen för bolagets portfölj.

Det bör observeras att *realisationsvinster* på aktier som förvaltas av investmentbolag blir dubbelbeskattade. Investmentbolaget skattar för realisationsvinst som uppkommer när investmentbolaget säljer aktier. Aktieägaren i investmentbolaget är skattskyldig för realisationsvinst som uppkommer när han säljer sina aktier. Aktiefonder befrias fr. o. m. 1978 från skatt på realisationsvinster. Även för investmentbolagen kan hävdas att sådan skattebefrielse är befogad.

### *Vissa rörelsedrivande bolag*

Under senare år har också ett antal rörelsedrivande bolag – några enkom bildade för ändamålet – ägnat sig åt verksamhet av samma karaktär som den ovan nämnda andra gruppen investmentbolag – förvärv av aktier i vanligen små, utvecklingsbara företag. Exempel på sådana bolag är Incentive, som är börsintroducerat, Hexagon och Eken, som finns på fondhandlarföreningens lista samt Navigator. Några av dem är speciellt inriktade på strukturrationalisering och/eller utveckling av tekniskt-kommersiellt användbara projekt och idéer. Dessa bolag har under senaste tioårsperiod uppvisat en kraftig expansion och de spelar en viktig roll som länk mellan aktiemarknaden och icke börsnoterade, utvecklingsbara företag. De skaffar sig kapital bl. a. genom emissioner på aktiemarknaden och använder medlen för att förstärka det egna kapitalet hos de dotterföretag de redan investerat



i eller för uppköp av nya, i regel icke börsnoterade, företag. Den roll de spelar begränsar sig emellertid inte enbart till egna kapitalinsatser. Genom att ingå i ett utvecklingsbolag får bolagen ifråga dels tillgång till sådana finansiella resurser som annars varit oåtkomliga för dem, dels råd och service vad gäller administration, marknadsföring etc.

Eftersom bolagen ifråga driver rörelse och aktieinnehaven i de uppköpta företagen är att betrakta som rörelseaktier (och ej kapitalplaceringsaktier) äger de rätt under vissa förutsättningar att lyfta utdelning från dessa aktier skattefritt utan att detta är förknippat med skyldighet till viss vidareutdelning som fallet är med förvaltningsbolagen. Därmed föreligger hos utvecklingsbolagen inga legala hinder för intern kapitalackumulering.

### Stiftelser

En *stiftelse* uppstår enligt 1929 års lag om tillsyn över stiftelser, då "någon anslagit egendom att såsom självständig förmögenhet fortvarande tjäna ett bestämt ändamål". Bortsett från vad som kan vara föreskrivet i *ideell* eller *familjestiftelses* urkund eller motsvarande, finns inga lagbestämmelser om hur stiftelsens kapital skall vara placerat. För att stiftelser med kvalificerat ändamål skall få åtnjuta lättnader i inkomst- och förmögenhetsskattehänseende synes enligt praxis krävas att ca 80 % av stiftelsens nettoavkastning används för det kvalificerade stiftelseändamålet. Detta inskränker givetvis deras möjligheter till kapitalbildning och därmed deras roll som placerare på kapitalmarknaden.

Enligt äldre lagstiftning kunde avsättning till *pensionsstiftelser* ske genom reverser. Den numera gällande lagstiftningen, 1967 års lag om tryggnad av pensionsutfästelser m. m., tillåter ej avsättning genom överlämnande av revers. Avsättning skall i stället ske genom kontanter, aktier, fastigheter eller dylikt. Genom denna lag avvecklades alla s. k. reversstiftelser, vars enda tillgångar utgjordes av reversfordran på arbetsgivaren. För tryggnad av pensionsförmåner till anställda anvisar lagen förutom försäkring i försäkringsinstitut två metoder, dels avsättning till pensionsstiftelse, dels bokföring i balansräkningen av en skuldpost "avsatt till pensioner". Den skattemässiga behandlingen av avsättning för pensionsändamål är liberalare vid avsättning till stiftelse än vid skuldföring till posten "avsatt till pensioner". Därtill kommer att enbart alternativet avsättning till stiftelse ger valfrihet vid placeringen av de avsatta medlen, vilka alltså, såvida inte stiftelsens stadgar förbjuder det, kan placeras i aktier, dock icke utan tillsynsmyndighetens tillstånd i "det egna" företaget.

För *personalstiftelser*, dvs. stiftelser med ändamål att främja annan välfärd åt arbetstagare än lön etc., gäller i huvudsak motsvarande regler som för pensionsstiftelser.

Enligt en sammanställning som gjorts för kapitalmarknadsutredningens räkning hade vid utgången av 1976 olika pensions- och personalstiftelser, knutna till Skandinaviska enskilda banken och Svenska handelsbanken, 832 mkr i aktier. (Häri ingår ej Stiftelsen Oktogonen som hade en aktieportfölj på 71 mkr efter aktieförvärv för 17 mkr netto under 1976.) Dessa stiftelsers årliga placeringskapacitet beräknas med utgångspunkt från en direktavkastning på 4 % teoretiskt till 7 mkr. Huruvida placering sker i aktier, beror

givetvis på avkastningsförväntningar på aktier i relation till alternativa placeringar. De faktiska placeringarna uppgick 1976 netto till 0,5 mkr.

Enligt en sammanställning för 22 fria stiftelser<sup>20</sup> hade dessa vid utgången av 1976 ca 1 100 mkr i aktier, till dominerande del i form av börsnoterade aktier. Med en direktavkastning på 4 % blir den årliga avkastningen 44 mkr. Teoretiskt är härav 20 % eller 9 mkr tillgängliga för placeringar. Även här gäller att huruvida placering sker i aktier, beror på avkastningsförväntningar för aktier i relation till andra placeringar. De faktiska placeringarna under 1976 har beräknats till 15 mkr, varvid dock får beaktas att 1976 var ett år med exceptionellt stora emissioner. I denna sammanställning ingår inte Nobelstiftelsen, vars tillgångar i aktier vid utgången av 1976 uppgick till 64 mkr. De fria stiftelserna för i regel en ganska passiv förvaltningspolitik. Mera omfattande omplaceringar göres i regel inte. Ett undantag härifrån utgör Nobelstiftelsen, som under senare år fört en mera aktiv portföljpolitik.

### Aktiefonder

En för mindre aktiesparare ofta lämplig placeringsform erbjuder *aktiefonderna*. De har förutsättningar att kanalisera till aktieplacering pengar som annars sannolikt skulle placeras på annat sätt. Genom förvärv av andelar i en aktiefond kan privatpersoner, som endast förmår spara relativt begränsade belopp, få sitt sparande professionellt förvaltad och dessutom en riskspridning på sina placeringar. I en aktiefond kan ett stort antal privatpersoners sparande administreras till lägre totala kostnader än om det skulle hanteras individuellt. Denna form för sparande i aktier innebär, att hanterings- och transaktionskostnaderna hålls nere. Hanteringskostnaderna per post hos banker och fondhandlare blir nämligen mycket stora vid små transaktioner.

En aktiefond kan vara *sluten*, dvs. ha en från början bestämd storlek med begränsat antal andelar, som inte kan ökas eller minskas utan att bestämnelserna för fonden ändras. Andelarna löses inte in. Köp och försäljning av andelar i de slutna fonderna sker i allmänhet på börsen.

En *öppen* fond kan fritt både ökas och minskas. Dess storlek är inte bestämd på förhand. Vanligen har fondförvaltaren utfäst sig att lösa in fondandelarna. Den öppna fonden har på grund av fördelarna för placerarna kommit att bli den helt dominerande formen för aktiefondsverksamhet.

Aktiefondernas verksamhet regleras sedan 1975 av en ny lag som innehåller bestämmelser om fondbolag och dess verksamhet, om tillstånd för utövande av aktiefondsverksamhet, minimikrav på aktiekapital, tillsyn av bankinspektionen, placeringsregler som föreskriver att högst 10 % av förvaltda fonds värde får placeras i varje enskilt värdepapper, rösträttsbegränsning, regler för aktiefonds upptagande av lån, om fondandelsbevis m. m.

<sup>20</sup> Knut och Alice Wallenbergs stiftelse, Jacob Wallenbergs stiftelse, Marianne och Marcus Wallenbergs stiftelse, Axel och Margaret Ax:son Johnsons stiftelse för allmännyttiga ändamål, Axel och Margaret Ax:son Johnsons Stiftelse, Helge Ax:son-Johnsons stiftelse, Johannes Johanssons Minnesfond, Aina och Eskil Marks Stiftelse, Ingeborg och Knut Marks Stiftelse, Henry och Gerda Dunker donationsfond I, Henry och Gerda Dunker donationsfond II, Henry och Gerda Dunkers stiftelse i Helsingborg, Åhlénstiftelsen, Stiftelsen J. C. Kempes Minne 1 och 2, Stiftelsen Seth M Kempes Minne 1 och 2, Kempe-Carlgrenska Fonden, Ragnar Söderbergs Stiftelse, Torsten Söderbergs Stiftelse, Kjell och Märta Beijers Stiftelse, Sven och Dagmar Saléns Stiftelse.

Tabell 13 Svenska aktiefonder 1976-12-31

Aktiefonder	Fondför- mogenhet Mkr	Utdelning	Stiftelse el. förvaltare	Startår
Banco-fond	28,2	–	Provinsbankerna	1975
Delta	84,6	–	S-E-banken	1973
Fondinvest	35,6	–	Götabanken och Föreningsbankerna	1974
Höggkoncentra	7,1	ja	Handelsbanken	1960
Kapitalinvest	108,0	–	Sparbankerna	1975
Koncentra	68,2 <sup>a</sup>	ja	Handelsbanken	1958
Koncentra, Reinvest	39,3	–	Handelsbanken	1960
Interfond. Tillväxt	(	–	privatägd	1969
Avkastn.	( 66,5 <sup>b</sup>	ja		
Utland	(	–		
PK-invest	50,1	–	PK-banken	1975
Placeringsprogrammet	114,8	–	S-E-banken	1970
Sesam	24,4	ja	S-E-banken	1974
Skandifond	36,1 <sup>c</sup>	–	S-E-banken	1967
Sparinvest	154,0	ja	Sparbankerna	1967

<sup>a</sup> Uppgår under 1977 i Svenska handelsbankens Aktiefond A och B (utdeln.).

<sup>b</sup> Interfond har under 1977 övertagits av Banco-fond.

<sup>c</sup> Enbart utländska värdepapper.

Intill senaste år har sparandet i aktiefonder varit förhållandevis begränsat. Sålunda utgjorde 1975 aktiefondernas andel av börsvärdet inte mer än 0,3 % i den tidigare refererade undersökningen av 13 VPC-registrerade börsbolag.

Tabell 13 ger en sammanställning över svenska aktiefonder. Nybildningen av fonder har varit livlig 1974–76. Tillväxten av fondernas kapital var påfallande stark under 1975 och 1976 (jfr. tabell 11). I december 1976 var det totala aktiekapitalet 800 mkr eller 2 % av det totala börskapitalet. Det totala antalet fondandelsägare beräknas vara ca 125 000.<sup>21</sup> Aktiefonderna torde ha en betydande tillväxtpotential.

I samband med aktiefondernas ökade aktivitet har det diskuterats huruvida dessa på längre sikt och uthålligt har lyckats uppnå bättre avkastning än den genomsnittliga kursutvecklingen sådan den kommer till uttryck i generalindex. Det finns amerikanska undersökningar som tyder på att så inte skulle vara fallet. Det finns emellertid också andra undersökningar – utländska och svenska – som tyder på, att om alla relevanta omständigheter beaktas, främst beträffande risk och förvaltningskostnader, en icke obetydlig spridning i de olika fondernas resultat finns.<sup>22</sup> I avsaknad av djupare analyser är det inte möjligt att hävda någon bestämd uppfattning beträffande den svenska marknaden annat än att hittills några av fonderna lyckats att "slå index". Huruvida detta även är möjligt på längre sikt med en större marknad och måhända större antal professionella placerare är svårt att uttala sig om. Det bör emellertid observeras, att även om fonderna inte avkastningsmässigt skulle avvika från index, de likväl kan prestera värdefulla finansiella tjänster åt delägarna. En enskild placerare kan inte med de förhållandevis små investeringsbelopp det blir fråga om åstadkomma en lika god riskspridning

<sup>21</sup> Carl Swartz, Svenska Dagbladet 30/4 1977.

<sup>22</sup> Lars-Erik Forsgårdhs m. fl. artikel i Affärsvärlden nr 47/1976, sid. 58.

som en aktiefond och har låg sannolikhet att nå ett resultat som motsvarar index.

### *Bankers förvärv av aktier i samband med emission*

En *utförsäljning till allmänheten av aktier* i förening med en börsintroduktion av företagets aktier sker i allmänhet i samarbete med bolagets affärsbanksförbindelse – ibland i samarbete med någon fristående fondkommissionär. Därvid utför den medverkande parten ett omfattande förberedelsearbete. En bedömning skall göras huruvida företaget är i ett sådant skick att det är förenligt med den medverkandes ansvar mot det allmänna och den aktieköpande allmänheten att utbjuda aktierna till försäljning. Det gäller att klarlägga, huruvida företaget är "börsmoget" mot bakgrunden av företagets ställning inom sin bransch, dess framtidsutsikter med hänsyn till lönsamhet, finansiell struktur, ledning m. m. I förberedelsearbetet kan också ingå att vidta de förändringar beträffande kapitalstruktur och redovisningssystem som är nödvändiga för en introduktion. En viktig fråga gäller det pris, till vilket allmänheten inbjuds att köpa eller teckna aktier i bolaget. Priset måste avvägas så, att det är rimligt och skäligt gentemot den aktieköpande allmänheten, liksom gentemot de hittillsvarande aktieägarna i bolaget. Sättes priset för högt, uppstår svårigheter att finna köpare till samtliga erbjudna aktier. I medvetande härom har, i syfte att säkerställa emissionen, stor försiktighet tillämpats vid prissättningen. Medvetandet om att en börsintroduktion kan kosta en "inträdesbiljett" i form av för köparna förmånlig kurs, har i många fall gjort ägare till företag ovilliga att introducera detta på börsen.

I allmänhet förhåller sig den medverkande parten (vanligen en bank) passiv vid själva försäljningen, innebärande att denna mer agerar som ett förmedlingsorgan mellan köpare och säljare än som ett ombud för säljaren. Om försäljningen av utbudna aktier går trögt, kan banken ha möjlighet att medverka till försäljningen. Före 1969 hade dock bankerna ingen möjlighet att garantera emissionen genom att själv inträda som köpare. Genom den ändring i banklagen som trädde i kraft detta år har bankerna fått rätt att förvärva aktier och förlagsbevis i samband med en emission. Sådana aktier och förlagsbevis måste emellertid avyttras senast inom ett år. Hittills har såvitt bekant ingen bank begagnat sig av detta sätt att garantera avsättningen av samtliga utgivna aktier.

Man kan peka på flera anledningar härtill. Bankernas kvalitetskontroll innebär att företag som inte bedömes kunna genomföra en lyckad emission avrådes. Många företagsägare föredrar att lösa sitt företags finansiella och andra utvecklingsproblem genom att sälja företaget till ett investmentföretag, utvecklingsbolag eller ett annat företag, då man därigenom ofta kunnat erhålla ett bättre pris än det man bedömt kunna få genom en börsintroduktion. Vid de introduktioner som genomförts har intresset för företaget ifråga varit sådant och priset satt så, att de utbudna aktierna snabbt blivit köpta eller tecknade, varför det inte varit påkallat för den medverkande banken att inträda.

Bankernas möjligheter att göra insatser av detta slag utgör dock en värdefull finansiell teknik som bör behållas. En förlängning av tidsfristen till

förslagsvis två eller tre år, inom vilken en bank måste avveckla aktier som förvärvats i samband med emission, skulle öka bankernas möjligheter att engagera sig.

#### *4:e AP-fonden*

4:e AP-fonden har varit i verksamhet sedan 1974. Det ursprungligen tilldelade kapitalet uppgick till 500 mkr. Fonden fick under 1976 ramen för aktieförvärv vidgad till 1 000 mkr. Vid slutet av 1976 hade 728 mkr placerats i 26 olika börspapper – så gott som helt aktier i industriföretag, vilket motsvarar drygt 26 % av nyemissioner och nyintroduktioner under åren 1974–76 och 1,7 % av den börsnoterade aktiestockens värde vid utgången av 1976. Fonden hade därtill förvärvat konvertibla obligationer och skuldebrev för 3,3 mkr.

De största innehaven avser Volvo med ett deklarationsvärde vid utgången av 1976 av 84,5 mkr, LM Ericsson med 56,0 mkr, Atlas Copco 62 mkr och AGA 76 mkr. Det i förhållande till aktiekapitalet största innehavet avsåg Rotor med 15 % av aktiekapitalet. Ingen begränsning av förvärv med hänsyn till andel av aktiekapitalet föreligger.

Köpen av aktier har i regel skett på öppna marknaden. Huvudparten av Volvo-aktierna förvärvades genom en till fonden riktad emission. Förvärvet av aktier i Trelleborg föregicks av ett avtal med den största aktieägaren angående uppköp av teckningsrätter i samband med nyemission.

Fonden har vid sina placeringar utgått från krav på marknadsmässig avkastning. Den har således icke haft som politik att ställa avkastningskravet lägre än marknadens i syfte att underlätta industriell expansion – ett beteende som haft förespråkare i den näringspolitiska debatten.

Tillkomsten av fonden har dock inneburit att marknaden fått ytterligare en köpstark institutionell – och professionell – placerare. Genom sin kursstabiliserande och antagligen något kursstegrande effekt har fonden samtidigt medverkat till att göra emissioner förmånligare för företagen. I samband med fondens framställning om förstärkt eget kapital diskuterades, huruvida kontinuerliga köp från fondens sida under tider av materialbrist på börsen kunde befaras ge upphov till en orealistisk kursnivå, vilket på sikt kunde snedvrida prisbildningen på marknaden.

Tillväxten av fondens kapitalresurser ger anledning till viktiga frågor. En sådan gäller, vilken andel av det totala utbudet av riskvilligt kapital fonden kommer att få. För att kunna besvara den frågan krävs ett politiskt ställningstagande, till vilken roll fonden skall ha. Kommer den ekonomiska politiken primärt att inriktas på att skapa förutsättningar för ett större utbud från hushåll, försäkringsbolag m. fl. och fonden tilldelas rollen som ett komplement, när de övrigas kapacitet inte räcker till? Eller har det ett självständigt värde att fonden får en viss del av utbudet? Tillväxten av fonden leder också till frågan, var gränsen för dess storlek bör sättas med hänsyn till risken för marknadsdominans. Det största försäkringsbolaget hade ultimo 1976 en portfölj på ca 1,8 mdr kr (marknadsvärde).

Vid fondens tillkomst föreslogs en begränsning i rätten att köpa aktier till 5 % av aktiekapitalet i varje bolag. Riksdagen beslöt emellertid, att någon

rösträttsbegränsning inte skulle gälla. Frågan om rösträttsbegränsning har på nytt aktualiserats. Om rösträttsbegränsning införes betyder det att fonden får samma karaktär som placerare, som försäkringsbolag och aktiefonder. Om rösträttsbegränsning icke införes, kan fonden engagera sig i större omfattning i bolagen, vilket i sin tur kan leda till, att fonden får axla ett ägaransvar och börja agera som utvecklingsbolagen och en del av investmentbolagen nu gör.

Till de långsiktiga frågorna kring 4:e AP-fonden hör spørsmålet huruvida fonden även i fortsättningen endast kommer att ha till uppgift att med marknadskonformt agerande förstärka utbudet av kapital. Det finns anledning att diskutera, vilken dess roll kan bli, om ekonomisk-politiska krav på näringslivets investeringar och möjliga, uppnåbara räntabilitetsnivåer inte är förenliga.

### *Utländskt kapital*

Vid en förutsättningslös inventering av källorna för riskvilligt kapital bör de utländska inte förbigås även om utlandets intresse för placering i svenska aktier i skrivande stund inte torde vara särskilt stort.

Med hänsyn till de problem som är förknippade med det inhemska sparandets otillräcklighet och det därmed sammanhängande underskottet i bytesbalansen behöver svenska företag ha kanalerna till de internationella kapitalmarknaderna öppna – inte bara för lånekapital utan även för riskvilligt kapital. För att kunna utnyttja den internationella aktiemarknaden, måste företagen ha möjligheter att sprida sina aktier utomlands och därigenom göra de svenska företagen välkända. Det är därvid en fördel, om det svenska företagets aktier är noterade på utländska börser. Detta är dock inte någon nödvändig förutsättning för handel i svenska aktier. En etablerad ställning på utländska kapitalmarknader kan få betydelse, inte bara för tillförseln av riskkapital utan också underlätta upptagandet av lån och vara ett stöd i marknadsföringen.

*Valutaregleringen* förbjuder i princip valutautlåningar att köpa och sälja svenska värdepapper i Sverige. Inom ramen för generella dispenser från detta förbud sker en viss handel i svenska värdepapper mellan Sverige och utlandet i form av s. k. switchaffärer. Sådana affärer innebär, att valutautlåning först säljer värdepapper och därefter köper andra värdepapper till samma belopp. Som förutsättningar för sådana switchaffärer gäller, att värdepappersleveransen sker via svensk bank eller fondkommissionär, att betalningen sker via svensk valutabank, att köporder lämnas samtidigt med säljuppdraget, att säljare och köpare är samma person samt att köpet sker inom tre månader från försäljningen. Vidare gäller att försäljningen av obligationer inte berättigar till köp av aktier.

Riksbanken ställer sig sedan ett antal år regelmässigt välvillig till framställningar från valutautlåningar om tillstånd att sälja svenska aktier i Sverige (återköp) och utföra likviden. Under åren 1969–70 var dock riksbanken mycket restriktiv på denna punkt. Framställningar från valutautlåningar om tillstånd att köpa värdepapper i Sverige behandlas däremot restriktivt. Valutautlåningar medges dock generellt rätt att teckna nyemissioner i

Tabell 14 Handeln med utlandet i svenska aktier (mkr)

År	Export	Import	Netto
1965	39	-114	- 75
1966	46	-129	- 83
1967	55	- 78	- 23
1968	66	- 91	- 25
1969	78	-163	- 85
1970	33	- 60	- 27
1971	75	-120	- 45
1972	57	-207	-150
1973	117	-185	- 68
1974	68	-204	-136
1975			- 88
1976			-114

Anm.: Dessa uppgifter inkluderar switch-affärer men sannolikt ej alla återköp från emigranter.

Källa: Sveriges riksbank

den omfattning som motiveras av deras innehav samt att vid behov tillköpa felande teckningsrätter och delbevis.

Utlänningar har som framgått under en lång följd av år netto varit säljare av svenska aktier på den svenska marknaden. För att utlandet skall lämna ett bidrag till försörjningen med riskkapital i Sverige, måste således denna ström vända. Huruvida så sker beror givetvis först och främst på, hur företagens lönsamhetsutsikter bedömes. Utformningen av valutaregleringen spelar emellertid också en stor roll, eftersom den avgör hur stora kapitalrörelser som faktiskt kan ske och också inverkar på utländska placerares förtroende för svenska aktier.

Av de bolag som är introducerade på Stockholms fondbörs var vid årsskiftet 1976/77 nio bolag även noterade på utländsk fondbörs. Som tionde bolag har tillkommit Sandvik, vars B-aktier introducerats på Londonbörsen på hösten 1977. Som regel är endast fria B-aktier utlandsnoterade, men i ett fall (STAB) noteras även fria A-aktier och i ett annat fall (SKF) bundna B-aktier på utländsk börs.<sup>23</sup> I tabell 15 lämnas en förteckning över de företag, som vid årsskiftet 1976/77 var introducerade på utländska börser.

Det bör observeras att utlänningars innehav av svenska aktier inte begränsar sig till de svenska företag som är introducerade på utländska börser. Det totala utländska innehavet av svenska aktier är betydligt större. Tillförlitlig statistik saknas. Marknadsvärdet av utlänningars innehav av svenska börsaktier uppskattas för närvarande till ca 1,5 mdr kr.

Flertalet svenska börsbolag har i sina bolagsordningar infört en s. k. *utlänningssklausul*, som begränsar utländska ägares aktieinnehav till högst 2/5 av det totala aktiekapitalet och dessutom högst 1/5 av röstetalet för samtliga aktier. Utlänningssklausul är nödvändig för att bolagen skall få rätt att förvärva fast egendom i form av skog, gruvor, vattenfall etc. i Sverige. Industrimark får dock förvärvas utan klausul. Efter lagändring 1973 har regeringen möjlighet att vägra bolag tillstånd att upphäva eller ändra en utlänningssklausul oberoende av om bolaget ifråga äger fast egendom, i sådana fall då det strider mot väsentliga allmänna intressen att bolagets aktier för-

<sup>23</sup>A- och B-aktier är förenade med olika rösträtt. Enligt aktiebolagslagen får röstvärdet för en aktie aldrig överskrida 10 gånger röstvärdet för en annan aktie. Äldre aktiebolagslagar innehöll dock inte någon sådan begränsning, och från denna tid kvarstående större olikheter i röstvärde mellan A- och B-aktier gäller alltså jämt.

Tabell 15 Utomlands noterade svenska aktier (Mkr)

Företag	Totalt nom. aktie- kapital 76-12-31	Högst medgivna utländska innehav (enl. bo- lagsordn.)	Utländskt innehav enl. VPC- studie 1975	Notering på fondbörs i
Gränges utl. klausul	725	145	7	Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, London, Oslo (fria aktier)
Alfa-Laval utl. klausul	416	166	11	London, Amsterdam, Genève (B-aktier)
Atlas Copco	310		5	Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg
ASEA utl. klausul	985	197	.. <sup>a</sup>	London (fria aktier)
Electrolux utl. klausul	804	322	31	London, Genève (B-aktier)
LM Ericsson	1 089	436	.. <sup>a</sup>	Amsterdam, Düssel- dorf, Frankfurt a M, Ge- nève, Hamburg, Lon- don, Oslo, Paris (B-aktie- er)
SKF utl. klausul	900	360	66	London (bundna och fria B-aktier) Paris, Ge- nève (fria B-aktier)
Volvo utl. klausul	883	353	24	London (A- och B-aktier) Düs- seldorf, Frankfurt, Ham- burg
STAB utl. klausul	405	162	33	London (fria A- och B-aktier) Paris, Amsterdam, Bryssel, Antwerpen, Bern, Basel, Zürich, Ge- nève, Lausanne (B-akti- er)
Totalt för de 9 svenska börsnote- rade företagen:	6 517	2 141		

<sup>a</sup> ASEA och LM Ericsson ingick ej i VPC-studien.

Källor: Svenska Aktiebolag och Skandinaviska enskilda banken.

värvats av utlänning eller utlandsdominerat företag. Enligt banklagen får aktier i bankaktiebolag endast förvärfvas av svensk medborgare och av svenskt bolag och svensk ekonomisk förening som får förvärva fast egendom m. m. Av tabell 15 framgår att de utländska innehaven ligger avsevärt under det högsta medgivna. Enligt en tidigare refererad undersökning av 13 VPC-anslutna bolag uppgick det utländska ägarinslaget i de undersökta börsbolagen till ca 5 %. Det finns alltså, om detta mått är representativt för alla börsföretag, ett betydande outnyttjat utrymme, som skulle kunna ianspråktagas vid gynnsamma marknadsförhållanden, under förutsättning att valutaregleringen liberaliserades.



Som redan nämnts har valutaregleringen tillämpats mycket restriktivt när det gäller försäljning till utlandet av svenska aktier. Under senare år har dock valutastyrelsen lämnat tillstånd till försäljning av några större poster i ett par fall, där särskilda omständigheter förelegat. I samband därmed beslöts också att tillstånd tills vidare skulle lämnas, om särskilda skäl förelåg, för dels emissioner i utlandet i form av *konvertibla obligationer, warrants* eller *riktade aktieemissioner*, dels försäljning till utlandet av sådana *aktieposter* som kunde antas bli mer varaktigt placerade.

Myndigheternas motiv för att vidmakthålla en internationellt sett mycket sträng valutareglering är enligt vad som framgår av olika uttalanden främst stabiliseringspolitiska. Fria(re) kapitalrörelser över gränserna befaras kunna störa den inhemska penningpolitiken och/eller kunna orsaka betalningsbalanssvårigheter. Anledning till den restriktiva attityden mot fri handel över gränserna med av utlänningar ägda svenska aktier är, att man är rädd för de anspråk på valutareserven detta kan föranleda, om och när utlänningar säljer ut av sina innehav – anspråk som kan komma, när de från svensk synpunkt är som mest olämpliga. En utförsäljning av t. ex. 20 % av det utländska innehavet skulle orsaka ett valutautflöde med ca 300 mkr. Vägras från svensk sida återköp av sådana aktier, kan detta få negativa effekter på marknaden för lång tid framåt. Erfarenheterna av de restriktioner beträffande återköp som rådde 1969–70 tyder på detta. Praxis har uppenbarligen påverkats av denna erfarenhet. Återköp av svenska värdepapper lydande på svenska kronor kan i regel ske utan tillstånd.

Det är angeläget att en utveckling mot den något liberalare praxis som markeras av valutastyrelsens beslut 1975 fortsätter. Valutaregleringens invecklade föreskrifter verkar definitivt hämmande för såväl handeln med utlandet som framför allt utländska placerares intresse att sätta egna eller andra medel i svenska värdepapper. Tveksamheten från utlandets sida gäller främst möjligheterna att lösgöra investerade medel när så önskas.

Denna i och för sig berättigade tveksamhet gör att svenska aktier inte allmänt betraktas som investeringsfärdiga. En ökad möjlighet till tvåvägs- trafik skulle sannolikt på sikt kunna underlätta ett tillflöde av kapital från utlandet eller åtminstone minska det pågående utflödet. Ett första steg i en liberalisering borde vara en städning i floran av krångliga, delvis funktionellt onödiga bestämmelser, som omgärdar denna handel. Sålunda framstår kravet att säljare och köpare i en switchtransaktion skall vara samma person som svärmotiverat, liksom för övrigt regeln att högst tre månader får förflyta mellan försäljning och köp.

De lättnader i valutaregleringen som här föreslås för aktiehandelns del torde inte innebära större risker för negativa verkningar på valutareserven än att de skulle kunna accepteras.

## V Börsen och handeln med aktier

### *Börsens roll*

Man bör särskilja börsens funktion som primärmarknad eller emissionsmarknad och dess funktion som sekundärmarknad. Den sistnämnda består i att kontinuerligt värdera det riskvilliga kapital som redan blivit placerat i företag och att mot bakgrund av alternativa placeringsmöjligheter etablera ett pris på riskvilligt kapital – ett avkastningskrav. Detta krav kommer till uttryck i de kurser som bildas i den dagliga börshandeln. En väl fungerande sekundärmarknad är således förutsättningen för funktionen som primärmarknad. En annan viktig roll som börsen har i sin egenskap av sekundärmarknad är att göra redan gjorda aktieplaceringar likvida.

Handeln i värdepapper kan mycket väl i och för sig äga rum utan att en börs utnyttjas, och så sker i väsentlig omfattning, men marknadens effektivitet förbättras avsevärt genom att en stor volym av affärer koncentreras till en plats, genom att affärerna sker kontinuerligt och genom den offentlighet som ges åt affärerna.

Ett antal villkor måste vara uppfyllda för att marknaden skall fungera på ett effektivt sätt. Kurserna skall vid varje tillfälle avspegla all för värderingen av börsföretagen relevant information. För att så skall vara fallet, krävs att marknaden utan fördröjning får tillgång till all väsentlig information och att denna ges på ett sådant sätt att den inte feltolkas. Vidare måste alla placerare få tillgång till all information och ha förmåga att tillgodogöra sig denna. Företagens information till marknaden är därför en mycket viktig sak. På detta område har under senare år ett betydande arbete lagts ner, bl. a. genom de insatser som gjorts av näringslivets börskommitté, fondbörsutredningen, Sveriges finansanalytikers förening och Föreningen auktoriserade revisorer.

En annan förutsättning för en effektiv marknad är att aktierna är spridda och att handeln med dessa aktier är frekvent samt att de omsatta summorna är så stora att ingen enskild köpare eller säljare kan påverka kurssättningen.

### *Organisationen av börsens verksamhet och värdepappershandeln*

Börsen och handeln med värdepapper har varit föremål för ingående undersökningar av fondbörsutredningen.

I betänkandet Fondbörsen (SOU 1973:60) har utredningen föreslagit, att Stockholms fondbörs formellt får karaktären av riksbörs samt att den till-

erkänns ensamrätt ifråga om fondbörsverksamhet. Utredningen har vidare föreslagit ändrade regler för styrelsens sammansättning, vissa regler beträffande börsmedlemskap, börsombud, s. k. inregistreringskontrakt, regler beträffande börsstopp, rapportering beträffande av börsmedlem förmedlade affärer i inregistrerade värdepapper m. m. Utredningen anser sålunda, att alla av börsmedlem förmedlade affärer skall rapporteras till fondbörsen – oavsett om dessa skett vid eller utanför börsen.

I betänkandet om fondkomminsrörelse m. m. (SOU 1976:54) har utredningen bl. a. föreslagit

- Enda tillåtna företagsform för fondkommissionsfirma skall i fortsättningen vara aktiebolag.
- Sparbanker och sådana föreningsbanker, som är centralkassor bör vara tillåtna att driva fondkommissionsrörelse.
- Regler om fondkommissionärs självinträde i enlighet med allmänna fondkommissionslagen. Denna lag reglerar även inbördes affärer, varför särskilda regler ej behövs.
- Fondkommissionsfirmor och banker bör förbjudas att utföra eller medverka i blankningsaffärer, vare sig dessa sker för egen eller annans räkning.
- Fondkommissionsfirmor och banker bör få köpa och sälja värdepapper i den utsträckning som krävs för att underlätta kunders affärer och därmed göra marknaden mer likvid. Rätten gäller aktier, emissionsbevis och andelar i aktiefonder.
- Banker bör få den rätt fondkommissionsfirmor redan har att förvärva aktier. Innehavet skall emellertid begränsas till att endast avse rent handelslager. Som regel bör fondkommissionär få köpa för högst 2 mkr. Bankinspektionen föreslås dock få ge dispens upp till 10 mkr.
- Bankernas rätt att lämna garanti vid emissioner bör få kvarstå i nuvarande omfattning och gälla vid sidan av ovannämnda rätt att förvärva aktier för egen räkning. Fondkommissionsfirma bör dock ej få garantera emission.
- Vissa "närstående" – såsom chef för fondavdelning, analytiker och ordmottagare samt ägare till fondkommissionsfirma bör ej för egen räkning få handla med aktier, emissionsbevis, konvertibla skuldebrev etc. annat än för långsiktig förmögenhetsförvaltning.
- Fondkommissionsfirma bör få lämna endast sådana krediter som erfordras för att underlätta handeln i kommission.
- Skärpta regler beträffande fondkommissionsfirmors inlåning.
- Kapitältäckningsregler för fondkommissionsfirmor, som innebär viss skärpning av gällande praxis.
- Nuvarande reglering av courtagets storlek föreslås hävd. Bankinspektionen utövar priskontroll.
- Även annan värdepappershandel än fondkommissionärers föreslås bli föremål för offentlig insyn. Detta gäller t. ex. investmentbolag, försäkringsbolag, stiftelser eller andra juridiska personer, som förfogar över betydande kapitalbelopp. Insiderlagen föreslås tillämpad på aktieägare som äger minst 10 % av aktiekapitalet i ett bolag eller har 10 % av röstvärdet. Dessa bör föreläggas anmälningsskyldighet beträffande innehav och handel med aktier. Samma regler föreslås för ledamöter av företagsnämnder samt arbetstagararkonsulter.

Av de förslag som framfördes i betänkandet 1973 har de som avser fondbörsens styrelse, inregistreringskontrakt och börsstopp lett till åtgärder.

De i det andra betänkandet (1976) framförda förslagen är, när detta skrivs, föremål för remissbehandling.

Fondbörsutredningen har också diskuterat huruvida det kunde anses påkallat att göra värdepappersmarknaden till föremål för en övergripande tillsyn av en central myndighet – alltså en tillsyn av det slag som i USA utövas av Securities and Exchange Commission. Utredningen fann emellertid, att någon sådan total övervakning ej erfordras, vare sig för att bereda investerarna ett rimligt skydd eller för att i praktiken uppnå den internationella standard som manifesteras bl. a. genom en nyligen inom OECD antagen rekommendation ifråga om villkoren för utbudande till allmänheten av värdepapper.<sup>24</sup>

Fondbörsutredningens båda betänkanden har, såsom framgått, företrädesvis behandlat frågor som har att göra med de subjekt som är knutna till börsen – funktionärer, medlemmar, ombud, introducerade företag och den aktieäggande allmänheten. I en tidigare utredning "Förenklad aktiehantering" (SOU 1968:59) som föregick inrättandet av VPC har en rad frågor som rör aktiehandelns teknik behandlats – således frågor rörande kursnotering, leveranser av sålda värdepapper, erläggande av likvider m. m. Det gemensamma för dessa framförda förslag och genomförda reformer är, att de syftar till att stärka allmänhetens förtroende för börsen. För kapitalmarknadsutredningen finns det ingen anledning att gå djupare in på här berörda organisatoriska och börstekniska frågor annat än i den mån de har betydelse för aktiemarknadens funktion och kapacitet som marknadsplats.

### *De börsregistrerade företagen*

Det krävs en viss storlek för att ett företag skall få introduceras på börsen. Enligt gällande börsordning får inregistrering inte ske med mindre än att aktiekapitalet uppgår till 5 mkr. För att kursställningen av börsnoterade aktier skall bli tillförlitlig fordras, att aktierna omsätts på börsen någorlunda regelbundet. För att det skall finnas en marknad för företagets aktier är det vidare nödvändigt att dessa aktier är spridda på ett stort antal ägare. Börsstyrelsen ställer för närvarande som villkor för introduktion att aktierna skall vara så spridda att det finns ca 1 000 börspostägare. Börspost är den av börsstyrelsen för varje värdepapper fastställda minimikvantitet som kan bli föremål för officiell kursställning vid börsen. Den uppgår i flertalet börsbolag till 50 eller 100 aktier. Därjämte ställs krav på bolagens kvalitet med avseende på finansiell status och framtidsutsikter.

En nyhet är de *inregistreringskontrakt* som numera (fr. o. m. 1977) enligt lag skall upprättas mellan börsstyrelsen och bolag som ansöker om inregistrering av aktier vid börsen (ursprungligen på förslag av fondbörsutredningen). Systemet med dessa kontrakt kommer att tillämpas även på redan börsintroducerade företag. Enligt kontraktet skall företaget åtaga sig att följa vissa normer ifråga om redovisning och information till allmänheten och börsstyrelsen. Det materiella innehållet i inregistreringskontrakten kommer att fastställas efter förhandlingar mellan börsen och (representanter för) börsbolagen.

<sup>24</sup>Committee on Financial Markets, OECD 1976: *Minimum Disclosure Rules Applicable to all Publicly Offered Securities.*

Tabell 16 Den börsnoterade aktiestockens värde (Mdr kr)

År	Antal företag	Nom. värde	Markn. värde
1954	93	3,8	9,6
1958	103	5,2	11,3
1962	109	6,3	17,6
1966	112	9,4	20,0
1969	107	10,6	28,2
1970	106	11,9	24,0
1971	105	12,2	28,4
1972	104	12,9	32,9
1973	105	13,8	32,1
1974	105	15,3	33,5
1975	101	16,6	42,7
1976	98	18,7	43,8

Källa: Stockholms fondbörs årsredovisningar.

Antalet börsnoterade företag 1954–76 framgår av tabell 16 som också visar det introducerade kapitalets nominella värde och marknadsvärde vid utgången av respektive år. De börsnoterade företagen representerar, såsom redan påpekats i inledningen till denna promemoria, en betydande del av näringslivet – framför allt inom industrin, där de svarar för mer än hälften av det totala förädlingsvärdet. En stor del av rederirörelsen bedrivs också genom börsregistrerade företag. De börsregistrerade handelsföretagen svarar för en betydligt mindre del – ca 10 % av den totala detaljhandelsomsättningen. Av affärsbankerna är alla börsregistrerade utom PK-banken, Sparbankernas bank, Föreningsbankernas bank, Bohusbanken och Jämtlands folkbank. (Jämtlands folkbank är upptagen på fondhandlarlistan.)

Under åren 1960–76 nyintroducerades 38 bolag på börsen med ett sammanlagt nominellt värde vid introduktionen av 1 732 mkr. Dessa svarade för 14 % av det nominella värdet 1976. Under samma period avfördes 49 bolag från listan, samtliga i samband med fusioner eller andra organisatoriska förändringar. De nyintroducerade resp. avförda bolagen finns förtecknade i tabellerna 17 och 18.

### Fondhandlarlistan

Den svenska aktiemarknaden består – utöver handeln med börsnoterade aktier – också av handeln med de aktier som finns noterade på Svenska fondhandlareföreningens lista. Även denna handel står under fondbörsens kontroll. På denna lista noteras för närvarande ett fyrtiotal svenska bolag, varav några är dotterbolag till utländska företag. Marknadsvärdet av aktierna i dessa bolag uppgick vid utgången av 1976 till ca 2 miljarder kr. Det rör sig om aktier som har en relativt god spridning, men ändock inte tillräckligt stor för att en börsintroduktion skall kunna medges. Fondhandlareföreningens styrelse prövar och avgör ansökningar från företagen om att bli upptagna på föreningens lista. Några officiellt fastställda regler av det slag som gäller börslistan finns inte. I stort sett tillämpas samma kriterier beträffande storlek

Tabell 17 Nyintroducerade bolag vid Stockholms fondbörs 1960–1976

År	Företag	Nom. be- lopp (Mkr) vid intro- duktion	1976
1960	Elverk	45,0	181,4
	Monark (sammanslagning med Nymanbolagen)	16,0	24,0
1961	Garphyttan	10,0	25,0
	Hylte Bruk, sedermera Ry AB	62,0	–
	Wikmanshyttan	12,0	–
1962	Asken	32,3	68,8
	Fannyudde	24,0	–
	Mölnlycke	35,0	–
	Öresund	22,5	45,0
1963	Algot	12,0	22,5
	Billman	15,2	–
	Götaverken	77,0	–
	Promotion	50,3	94,3
	Sanna	9,0	–
1964	Ahlsell & Ågren	36,0	83,2
	Trelleborgs Gummi AB	94,6	122,4
1965	Investment AB D Carnegie & Co	12,0	20,0
	AB Skånska Cementgjuteriet	30,0	89,7
	AB Företagsfinans	18,8	37,3
1966	Dagens Nyheter AB	25,2	102,4
1967	Tarkett AB	17,7	–
1968	AB Armerad Betong, sedermera Balken Rör AB	10,4	40,6
	AB Vägförbättringar, sedermera Armerad Betong		
	Vägförbättringar AB	6,4	–
1969	AB Fortia	15,0	62,5
	Åkermans Verkstads AB	12,0	26,9
1970	Helsingborgs Gummifabriks Intressenter AB, sedermera Hevea	27,0	27,0
1971	Incentive AB	68,0	77,3
	Wilh Sonesson AB	13,3	25,6
1972	Alfort & Cronholm	12,0	18,0
	AB Almedahl-Dalsjöfors	21,7	43,3
	AB Export-Invest	75,0	75,0
	Kockums Mekaniska Verkstads AB	99,2	150,0
	Skandinaviska Enskilda Banken	543,1	760,3
1973	AB Iro	26,0	39,0
	AB Diligentia	37,5	37,5
1974	Beijerinvest AB	60,4	237,5
	AB Bröderna Edstrand	40,0	40,0
	AB Hennes & Mauritz	8,6	19,4
1975	–	–	–
1976	–	–	–
	Summa Mkr	1 732,2	2 595,9

och kvalitet som de som tillämpas av börsstyrelsen. Fondhandlarlistan skiljer sig dock från börslistan så tillvida, att kravet på utestående börsposter vid introduktion endast uppgår till ca 400 mot – som nämnts – 1 000 på börslistan. Vidare är börsposterna mindre.

Tabell 18 Avförda bolag vid Stockholms fondbörs 1960-1976

År	Företag
1960	de Laval Ångturbin Diamantbergborring See Fabriks AB
1961	Göta Kanal
1962	Gamlestadens Fabriks AB Förvaltnings AB Laval Turbin AB de Laval Ljungström
1963	Oljeslageri AB Reymershholm Separator Stal Laval Turbin AB
1964	Yngeredsfors
1965	Boxholms AB
1966	AB Addo AB Svensk Filmindustri Wifstavarfvs AB Wikmanshytte Bruks AB
1967	AB Stockholms Bryggerier Ström-Ljusne AB AB Iföverken
1968	Forshaga AB Kohlswa Jernverks AB
1969	AB Svenska Metallverken Nordarmatur AB Förvaltnings AB Sanna AB Scania-Vabis AB Zander & Ingeström
1970	AB Malcus Holmquist AB Turitz & Co
1971	Billman-Regulator AB AB Förenade Superfosfatfabriker Götaverken AB
1972	ABV AB AB Fannyudde Skandinaviska Banken Smålands Bank Stockholms Enskilda Bank AB Tarkett
1973	Facit
1974	AB Svenska Järnvägsverkstäderna AB Svenska Amerika Linien Rederi AB Svenska Lloyd
1975	Coronaverken AB Mölnlycke AB Ry AB Pribo AB
1976	Bergvik & Ala AB AB Klippans Finpappersbruk AB Nordiska Kompaniet
(1977	Kopparfors)

Fondhandlarlistan är ofta en genomgångsstation på väg mot börsnotering. Under åren 1960–76 har 25 företag på fondhandlarlistan introducerats på börslistan.

### Internationell jämförelse

Det hade varit av intresse att jämföra börskapitalets storlek i förhållande till det totala kapitalet inom företagssektorn i olika länder. Någon statistik som möjliggör en sådan jämförelse har emellertid inte funnits tillgänglig. I tabell 19 redovisas börskapitalets absoluta storlek och relation till BNP i ett antal länder. Härav framgår att Sverige har en betydligt lägre relation än USA, Kanada, Japan, Nederländerna och Schweiz. Däremot ligger Sverige högre än Västtyskland, Frankrike, Italien, Belgien, Danmark och Norge. Vid en sådan jämförelse får man ta hänsyn till att den offentliga sektorn relativt sett är betydligt större i Sverige och i de övriga nordiska länderna än i USA, Kanada och Japan.

Tabell 19 Börskapitalet i relation till BNP i vissa industriländer

	Börskapital aug. 1976 US \$	BNP 1975 US \$	Börskapital i % av BNP
USA	802	1 491	54
Kanada	56	154	36
Japan	158	491	32
Västtyskland	51	423	12
Storbritannien	64	225	28
Frankrike	29	326	9
Italien	9	169	5
Belgien	9	63	13
Nederländerna	16	80	20
Schweiz	21	54	39
Sverige	10	69	14
Danmark	3	36	9
Norge	2	28	5

Källa: Capital International Perspective och OECD, Main economic indicators.

Tabell 20 redovisar för ledande länder i Nordamerika, Västeuropa och Fjärran Östern den relativa storleken av börskapital och börsomsättning 1966 och 1975. Härav framgår att det svenska börskapitalet och börsomsättningen är betydligt mindre än vad som svarar mot Sveriges andel i de redovisade ländernas BNP och bruttoinvesteringar.

### Handeln med aktier

Vid studium av statistiken över handeln med aktier under de senaste 20 åren är det framför allt tre saker som faller i ögonen. För det första den ökade omsättningen – inte bara absolut utan även i relation till aktiestockens börsvärde. För det andra den ökade andel av den totala aktieomsättningen som handeln vid sidan av börserna fått och för det tredje den ökade andel



Tabell 20 BNP och aktiemarknaden 1966 och 1975 (procentenheter)

	BNP-vikter		Bruttoinvesteringar i anläggningstillgångar		Börskapital		Omsättning på aktiemarknaden	
	1966	1975	1966	1975	1966	1975	1966	1975
USA	51,2	39,9	38,7	26,5	69,4	58,4	76,3	56,5
Kanada	3,9	4,1	5,0	4,9	5,0	4,2	2,8	2,3
Nordamerika	55,1	44,0	43,7	31,4	74,4	62,6	79,1	58,8
Västtyskland	8,4	10,6	11,0	11,2	2,5	4,4	0,9	4,5
Frankrike	7,4	8,9	9,4	11,0	2,5	3,0	1,9	3,0
Storbritannien	7,3	5,5	6,8	5,7	8,9	6,6	3,9	7,5
Italien	4,3	4,3	4,1	4,7	1,6	1,0	2,2	0,7
Spanien	1,7	2,5	2,3	2,8	1,2	2,5	0,3	1,2
Nederländerna	1,4	2,0	1,9	2,2	1,2	1,3	0,2	1,0
Sverige	1,6	1,7	1,9	1,8	0,6	0,8	0,1	0,3
Belgien	1,2	1,6	1,4	1,7	0,5	0,8	0,2	0,5
Schweiz	1,0	1,5	1,4	1,6	0,8	1,6	-	-
Österrike	0,7	0,9	1,0	1,3	0,1	0,1	-	-
Danmark	0,7	0,9	0,8	0,9	0,1	0,3	-	-
Norge	0,5	0,7	0,8	1,3	0,1	0,1	-	-
Västeuropa (12 länder)	36,2	41,4	42,8	46,2	20,1	22,5	9,7	18,7
Japan	7,0	12,7	11,0	19,6	3,5	11,6	10,8	21,0
Australien	1,5	1,9	2,2	2,4	1,7	2,0	0,2	0,3
Hongkong	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,9	0,1	0,9
Singapore	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,1	0,3
Fjärran Östern, Australien	8,7	14,9	13,5	22,4	5,5	14,9	11,2	22,5
Totalt (18 länder)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Källa: Capital International Perspective No 6:1976, Genève, som använt data från nationell och internationell statistik, konverterade till US dollar enligt växelkursen ultimo 1966 och 1975.

av handeln som fondkommissionsfirmorna fått på bekostnad av bankerna. (Tabell 21).

Tillgänglig statistik möjliggör inte någon djupare analys av utvecklingsförloppet, men vissa iakttagelser kan dock noteras.

De viktigaste faktorerna bakom den ökade omsättningen torde vara följande:

- En allmänt aktivare portföljpolitik hos placerarna.
- Bankers och övriga fondkommissionärers under senare år vidgade rådgivning har sannolikt bidragit här till.
- Det förhållandet att kåren av professionella förvaltare och analytiker mångdubblats under senare år torde också haft betydelse för marknadens beteende. Flertalet av dessa är knutna till institutioner på marknaden eller större industriföretag.

Tabell 21 Aktieomsättning, totalt och på fondbörsen

År	Totalt			Via fond- börsen		Omsättning i % av aktiestockens börsvärde	
	Mkr	Mkr	%	Mkr	%	Totalt	Via fond- börsen
1954	512	355	69	240	47	5,3	2,5
1958	567	421	74	261	46	5,0	2,3
1962	730	584	80	277	38	4,2	1,6
1966	1 589	1 274	80	656	41	7,9	3,3
1969	2 809	2 099	75	1 194	42	10,0	4,2
1970	1 848	1 184	64	708	38	7,7	3,0
1971	2 691	1 858	69	1 061	39	9,5	3,7
1972	4 147	2 306	56	1 602	39	12,6	4,9
1973	4 928	2 878	58	2 034	41	15,4	6,3
1974	5 129	2 940	57	2 110	41	15,3	6,3
1975	5 244	3 198	61	2 061	39	12,3	4,8
1976	6 161	3 679	60	2 146	35	14,1	4,9

Källor: Bankinspektionens årsbok och Stockholms fondbörs årsredovisning.

- Investmentbolagen som traditionellt i stort sett legat stilla med sina portföljer och endast köpt aktier för den mindre del av mottagna utdelningar som ej vidareutdelats har blivit mer intresserade av omplaceringar. Ett antal investmentbolag har upprättat rörelsedrivande dotterbolag med uppgift att köpa och sälja aktier.
- Även stiftelser har visat ett växande intresse för omplaceringar.
- Nya placerare har tillkommit under senare år – ibland dem ett antal aktiefonder och under den allra senaste tiden 4:e AP-fonden.
- Omfattande utförsäljningar har vidare skett från stora privata aktieportföljer, bl. a. i samband med dödsfall, något som återspeglas i den statistik som redovisas i tabell 11.
- Sist, men inte minst, har inflationen blåst upp värdena och emissioner och nyintroduktioner har ökat den volym som det handlas i.

En fråga som det inte varit möjligt att undersöka närmare är, om införandet av realisationsvinstbeskattning och sedermera vidtagna ändringar av denna beskattning påverkat handeln.

En grupp om 16 storföretag som särredovisas på börslistan svarar för en mycket betydande del av omsättningen på börsen och även av den handel som sker vid sidan av börsen. Under första halvåret 1977 svarade de för 923 mkr av börsomsättningen eller 52 %. En daglig handel med ett stort antal omsatta aktier utgör – som tidigare framhållits – en av förutsättningarna för en effektiv marknad. Det är i första hand dessa storföretags aktier som har möjlighet att möta högt ställda krav på en fungerande marknad.

Den stora omsättningen vid sidan av börsen torde väsentligen kunna förklaras av en starkt ökad handel i stora poster – s. k. blockhandel. En liknande utveckling har ägt rum vid utländska börser. Det är framför allt institutioner

såsom försäkringsbolag, fonder, stiftelser och andra innehavare av stora poster som gör köp och försäljningar på detta sätt. Ett köp eller en försäljning av stora poster sker ofta bekvämare och framför allt snabbare än om affärerna skulle göras i flera mindre poster över börsen.

Vid en fortsatt ökning av andelen handel utanför börsen nås givetvis till slut ett läge, där börsen ej längre återspeglar det verkliga marknadsläget. Det är emellertid omöjligt att precisera, vid vilken relativ storlek för handeln utanför börsen en sådan situation skulle inträda. Det är möjligt att processen är självkorrigerande, eftersom denna blockhandel är beroende av att kunna referera till kursbildningen på börsen. Fondbörsutredningen har – såsom tidigare nämnts – föreslagit, att alla affärer som förmedlas av börsmedlem skall anmälas på börsen – oavsett om avsluten ägt rum på eller vid sidan av börsen eller utanför börstid. Offentlighet rörande priser och omsatta belopp, även för den del av värdepappershandeln som går utanför börsen, borde vara ägnad att förbättra marknads effektivitet.

Vad beträffar *fondkommissionsfirmornas ökade andel* av omsättningen har denna framför allt berott på kraftfulla marknadsinsatser från några av dessa firmor. De har kunnat utnyttja de fördelar ifråga om snabbhet och smidighet som det lilla företaget har framför bankernas tyngre organisation. De har därvid haft en fördel i att de – till skillnad från bankerna – kunnat köpa aktier i fast räkning. De har vidare kunnat bedriva en selektiv marknadsföring genom att koncentrera insatserna på stora affärer och på vissa kundkategorier. Bankerna å sin sida har haft att ta hand om huvudparten av den arbetskrävande och olönsamma handeln i småposter. Bankerna har emellertid – såsom framgår av tabell 21 – mött konkurrensen och under 1975 och 1976 i viss utsträckning återvunnit marknadsandelar.

Några av de förslag som fondbörsutredningen framfört kommer, om de genomföres, att påverka konkurrensförhållandena mellan banker och fondkommissionsfirmor.

Kommittéen har sålunda föreslagit att fondkommissionärernas nu obegränsade rätt att göra affärer i egen räkning skall beskäras. Enligt förslaget skall fondkommissionärernas eget innehav begränsas till ett rent handelslager av aktier, emissionsbevis och andelar i aktiefonder. Huvudregeln är att innehavets anskaffningsvärde ej får överstiga 2 mkr. Bankinspektionen skall ha rätt att i vissa fall kunna ge dispens för högre belopp – dock högst 10 mkr. Samma regler skall gälla för både banker och fondkommissionärer. Detta innebär att de likställs i konkurrenshänseende, vilket innebär en försämring för fondkommissionärerna och en förbättring för bankerna.

Kommittéen har vidare föreslagit att fondkommissionsfirmornas rätt till kreditgivning begränsas till att avse vad som erfordras för att underlätta handeln i kommission och att även rätten att mottaga inlåning från kunder av medel för användning i den egna rörelsen begränsas till sådana medel som har att göra med respektive kunds värdepappersaffärer. Kommmissionsfirmornas kreditgivning har varit ett betydelsefullt konkurrensvapen.

Beträffande courtaget gäller för närvarande att minimicourtaget fastställs av fondhandlarföreningen och maximicourtaget av regeringen. Enligt fondbörsutredningens förslag skall bankinspektionen pröva, vilka högsta courtagesatser fondkommissionärer har att tillämpa vid affärer med värdepapper. Maximicourtaget för småaffärer anser utredningen skall sättas

så lågt, att detta icke heller i fortsättningen kommer att ge kostnadstäckning. Utredningen avser genom sina förslag att skapa fri konkurrens vid courtagesättningen för stora affärer och en press till rationaliseringar av handeln.

### *Värdepappershandelns kostnadsproblem*

Förslaget i courtagefrågan aktualiserar viktiga och svåra utvecklingsproblem för värdepappershandeln. Handeln med småposter i aktier är, som framgått, förlustbringande. Det är bankerna som så gott som helt svarar för denna handel. Det har beräknats att den genomsnittliga hanteringskostnaden per avräkningsnota uppgår till 45 à 50 kr. För att vid nuvarande courtagenivå erhålla täckning av särkostnaderna erfordras en volym på transaktionen av 10 000 à 11 000 kr. Då det måste anses vara en sund affärsprincip att varje rörelsegren och tjänst skall bära sina egna kostnader, måste bankerna inrikta, organisera och driva sin värdepappershandel i överensstämmelse därmed.

Ett sätt att komma till rätta med problemet är givetvis att bankerna helt avstår från de små, icke lönsamma affärerna. Att förfara på detta sätt skulle emellertid innebära, att en från samhällets synpunkt viktig service försvinner, eftersom det knappast finns andra institutioner som kan ha hand om dem. Det vore dessutom att medverka till en utveckling som går stick i stäv emot önskemålet om en breddning av aktieägandet.

Ett sätt att få värdepappershandeln som helhet att gå ihop ekonomiskt vore att bankerna sökte få en större andel av de mer lönsamma storaffärerna. Men en sådan politik löser sannolikt inte problemet. Den skulle förutsätta, att bankerna erövrar en stor del av bankirfirmornas affärer. Detta skulle endast kunna ske genom en hård priskonkurrens, som antagligen skulle driva de små firmorna ut ur marknaden, vilket vore olyckligt med hänsyn till att antalet börsmedlemmar redan är mycket litet och de fristående kommissionärerna behövs som motvikt och komplement till bankerna. Även om bankerna skulle lyckas erhålla en så stor marknadsandel av storaffärerna och till priser som gjorde den totala aktiehandeln lönsam, skulle en sådan situation sannolikt inte bli bestående. Erfarenheterna från andra områden inom och utom bankbranschen visar, att det på sikt är omöjligt att bedriva en prispolitik, där vissa kundkategorier får subventionera andra.

Åtgärderna måste således koncentreras på de små affärer, som utgör kostnadsproblemet. Det är för övrigt ej blott den löpande handeln i aktier som utgör ett problem utan också – och kanske framför allt – den mycket omfattande hantering i små kompletteringsposter som uppstår i samband med företagens emissioner. Den riktiga principen vore, att sätta det pris marknaden kan bära. Då det sannolikt inte är möjligt att få marknaden att acceptera ett pris som ger täckning av särkostnaderna för alla transaktioner, kommer det att bli nödvändigt att vidta rationaliseringsåtgärder. En sådan är att i större utsträckning söka länka in småsparares efterfrågan på aktier på andelar i aktiefonder. Andra tänkbara åtgärder skulle vara att koncentrera handeln till vissa tider och platser, vilket dock skulle innebära en sänkning av servicegraden. En ytterligare tänkbar möjlighet vore, att företagen i eget intresse tar på sig en del av de dryga transaktionskostnader som är förknippade med emissioner. En radikal lösning vore att slopa nuvarande teknik

med aktiebrev och inrätta en värdepapperslös hantering med avräkning via VPC.

### *Nya företag på börsen*

En viktig fråga är, i vilken omfattning nya företag kan tänkas bli introducerade på börsen. Det är önskvärt att en stor del av det kapital som arbetar inom företagssektorn utsätts för marknadens kontinuerliga test, och att framför allt de företag som har de största förutsättningarna för lönsam expansion har en kanal till marknaden för riskvilligt kapital. De redan börsregistrerade företagen representerar, enligt tidigare refererad statistik, en betydande del av framför allt industrins produktion och sysselsättning. Villkoren för introduktion på börsen är inte strängare än att förmodligen ytterligare ett antal företag borde vara kvalificerade.

En "marknadsundersökning" i syfte att närmare definiera den krets av företag som kan vilja bli börsintroducerade och tillika fyller kraven för introduktion skulle kräva ingående studier av ett stort antal företag. Något sådant har inte låtit sig göra inom ramen för denna undersökning. En grov metod att komma fram till en uppfattning av potentiellt tänkbara kandidater är att studera den förteckning över Sveriges 200 största företag, vilken årligen publiceras av Veckans Affärer. En rimlig hypotes vore, att en stor del av kandidaterna borde finnas inom denna krets.

En genomgång av den förteckning som publicerades 1976 och som i huvudsak bygger på data för 1975 ger vid handen, att drygt 80 av de 200 företagen redan är noterade på Stockholms fondbörs eller upptagna på fondhandlarföreningens lista. Ytterligare ca 80 företag torde av olika skäl inte vara aktuella – de är statsägda, tillhör konsumentkooperationen, jordbrukskooperationen, fackföreningsrörelsen, är dotterbolag till utländska företag, ingår i börsnoterade svenska koncerner eller investmentbolag, utgör grossist- eller detaljistkedjor etc.

Kvar av de 200 största företagen är enligt tabell 22, 36 företag. Inom denna krets vore det tänkbart att finna kandidater för börsintroduktion. Därmed är inte sagt att alla dessa fyller kraven beträffande räntabilitet, soliditet, framtidsutsikter osv.

**Tabell 22 De 200 efter omsättning största företagen i Sverige 1975**

Tidigare börsnoterade eller uppförda på fondhandlarlistan	83
Statligt ägda	9
Tillhörande konsumentkooperationen eller fackföreningsrörelsen	7
Tillhörande jordbrukskooperationen	11
Dotterbolag till utländska företag	34
Ingående i svenska börsnoterade koncerner eller investmentbolag	13
Bildar grossist- eller detaljistkedjor	7
Övriga – närmast tänkbara kandidater för framtida börsintroduktion	36

Genomgången ger således det intrycket, att av den krets av företag som storleksmässigt och för flertalet också sannolikt ifråga om ekonomisk ställning fullgoda företag, som borde ligga närmast till, en betydande del av olika skäl inte torde vara att räkna med. Reservationer mot den grova metoden för utsortering är emellertid på sin plats.

Det vore t. ex. tänkbart att på sikt några av företagen i Statsföretag skulle kunna börsintroduceras. Att döma av offentliga uttalanden av Statsföretags ledning är man inte främmande för denna tanke. Det kanske heller inte vore helt uteslutet, att skogsägarkooperationen begagnade sig av aktiemarknaden för finansiering av sina industrier. En del av de företag som ägs av investmentföretag och utvecklingsbolag torde också ha förutsättningar att åtminstone på sikt söka egen börsintroduktion. Utländska koncerner som äger dotterbolag i Sverige har i regel som politik att äga dem hundra procentigt, men detta är ju en princip som kan ändras på. Några få är eller har varit introducerade på börslistan eller fondhandlarlistan.

Betraktelsen skall vidare givetvis inte inskränkas till de 200 största företagen. Bland de företag som har ett aktiekapital på minst 5 mkr torde finnas ytterligare kvalificerade kandidater. Hur många företag det kan röra sig om låter sig först bestämmas efter en bearbetning av SCB:s finansstatistik. Några dramatiska ökningarna av det börsintroducerade kapitalets storlek synes dock inte vara att vänta. Det egna kapitalet hos de 36 icke introducerade företagen i tabell 22 kan för 1975 beräknas till ca 3,5 mdr kr. Marknadsvärdet av börskapitalet var vid utgången av 1975 42,7 mdr kr (tabell 16).

Frågan är som sagt inte bara om företagen fyller kraven på introduktion utan också huruvida ägarna har behov av och intresse att börsintroducera sitt företag. Frekvensen av nyintroduktioner har, som framgått av det föregående, inte varit särskilt hög.

En av anledningarna härtill torde bl. a. vara, att under efterkrigstiden fram till mitten av 1960-talet möjligheterna till intern uppbyggnad av det egna kapitalet var goda. Under de senaste 10 à 15 åren har emellertid möjligheterna till sådan kapitalackumulation successivt försämrats, vilket för företag som har expansionsmöjligheter borde föranleda ett ökat intresse för börsintroduktion.

För ägarna till sådana företag har det ofta varit mer fördelaktigt att överlåta företaget helt eller delvis till ett investmentbolag eller annat rörelsedrivande bolag. Priset för de överlåtna aktierna har då ofta kunnat bli högre än vad som skulle bli fallet vid en börsintroduktion. Vidare har i de fall överlåtelser skett i samband med en strukturrationalisering befrielse från realisationsvinstbeskattning kunnat erhållas. För aktieförsäljningar i samband med börsintroduktion torde möjligheter till befrielse från realisationsvinstbeskattning inte föreligga.

En annan omständighet som sannolikt dämpat intresset för börsintroduktion har varit de mycket höga förväntningar om framgång med själva introduktionen som den svenska marknaden har. De banker och bankfirmor som medverkar som rådgivare och förmedlare vid introduktioner agerar mycket försiktigt, bl. a. genom att rekommendera emissionskurser, som med marginal säkerställer emissionen. Som tidigare nämnts har banker sedan 1969 möjlighet att garantera en emission genom att förvärva aktier som marknaden inte tar upp. Sådana aktier skall dock avyttras inom ett

år. Denna möjlighet har dock inte begagnats – förmodligen därför att andra vägar att placera en nyemission hittills tett sig mer praktiska. Den korta tid, inom vilken en bank måste avveckla innehavet av aktier som övertagits i samband med emission, kan också ha spelat en roll.

Det är emellertid möjligt att i fortsättningen vissa nya omständigheter kommer att verka för ett ökat intresse från företagens sida för börsintroduktion.

En tänkbar sådan är att de nya reglerna för beskattning av fåmansföretag bl. a. innebär en ökad uppgiftsskyldighet med betydligt större krav på företagen att särredovisa transaktioner med ägarna och dessa närstående personer. Redovisningskravet blir således större än för börsföretag. Det är möjligt att det därför kan te sig intressant för de fåmansföretag som har kvalifikationerna att sprida aktierna och söka börsintroduktion.

De regler rörande beskattningen av vinstandelslån som riksdagen antog 1977 ger också börsföretagen en fördelaktigare ställning än övriga företag. Enligt huvudregeln gäller att aktiebolag får göra avdrag för hela räntan på vinstandelslån under förutsättning att rätten till teckning inte förbehållits aktieägarna. Börsnoterade företag får dock göra avdrag för hela räntan, även om aktieägarna givits företrädesrätt till teckning.

## Bilaga 4 Industrins tillväxt och långsiktiga finansiering

Utarbetad inom Industriens utredningsinstitut  
under ledning av numera statssekreteraren  
*Lars Wohlin* och fil. kand. *Bo Lindörn*.





## Bilaga 4 Industrins tillväxt och långsiktiga finansiering

### Syftet

I denna studie är syftet att diskutera sambandet mellan industrins tillväxt och långsiktiga finansiering. Begränsningen till långsiktig finansiering innebär att vi bortser från sådana tillfälliga avvikelser från en mer långsiktigt fastställd finansieringspolitik i industrin som följer av kortsiktiga konjunkturvariationer. Detta innebär att vi i empiriska avsnitt kommer att koncentrera oss på utvecklingen mellan olika perioder snarare än förändringar år från år.

Vi kommer att undersöka den historiska utvecklingen av industrins sparande, investeringar och externfinansiering från mitten på 60-talet till år 1974 och för perioden 1975–80 kommer vi att göra framskrivningar av industrins interna och externa finansiering samt för utvecklingen av industrins kapitalstruktur. Storleken av den externa finansieringen visar vilka resursanspråk som industrin bedöms ställa på kapitalmarknaden. Vi kan också uttrycka saken så att vi studerar hur och i vilken omfattning industrin totalt kommer att ta andra sektorerers sparande i anspråk för att kunna växa i planerad takt.

Vi tänker oss vidare att soliditeten uttrycker graden av finansiell risk<sup>1</sup> som följer av företagets lånefinansiering och att företagen därför har klara soliditetsmål. Dessa innebär att företagen ej är villiga att öka skuldsättningsgraden över en viss nivå, vilket påverkar deras investeringsbeslut. Detta gör att vi utifrån den härledda finansiella utvecklingen kan diskutera huruvida det är sannolikt att den reala utvecklingen kommer att realiseras.

De finansiella problem som svensk industri har att möta i framtiden kommer att i hög grad bero på vilken produktion och investeringstillväxt som industrin behöver uppnå för att realisera den utveckling för hela den svenska ekonomin som man eftersträvar från politiska utgångspunkter. Av denna anledning har vi alltså valt att genomföra finansiella prognoser för perioden 1975–80 enligt de två huvudalternativ som behandlades i IUI:s långtidsbedömning.<sup>2</sup> I det ena alternativet prioriteras den offentliga konsumtionen, medan det andra har en stark inriktning mot privat konsumtion.

För de finansiella kalkylerna kommer vi att använda oss av en enkel prognosmodell som utvecklats i samband med arbetet med långtidsbedömningen.<sup>3</sup> Modellen innehåller starka förenklingar, men vi tror ändå att kalkylen utgör en bra utgångspunkt för diskussionen. Gången i analysen för prognosperioden är i stort den följande.

<sup>1</sup> Mer exakt uttrycks risken av (1-soliditeten), dvs. en hög soliditet innebär en låg risk och vice versa.

<sup>2</sup> IUI:s långtidsbedömning 1976, *Utvecklingsvägar för svensk ekonomi fram till 1980*. Stockholm 1976.

<sup>3</sup> Modellen har vissa likheter med den modell som Gunnar Eliasson utarbetade i Börje Kraghs *Finansiella långtidsperspektiv* (SOU 1967:6). Se även IUI:s småttryck nr 39, 1967.

Vi utgår från viss given *real* utveckling i industrins produktion och investeringar. Investeringarna har således bestämts utanför vår modell. De kommer i huvudsak från de kalkyler som gjorts i IUI:s långtidsbedömning (LB) och uttrycker vilken investeringsvolym som krävs för att åstadkomma en viss förutsedd ökning av produktionsvolymen. Med givna antaganden om pris- och löneutvecklingen följer sedan den finansiella utvecklingen för prognosperioden av den reala.

Den ekonomiska utvecklingen under de senaste åren har emellertid medfört att det idag ter sig mindre sannolikt att prognoserna enligt LB:s offentlig- eller industriexpansiva alternativ (eller den statliga långtidsutredningens<sup>4</sup> alternativ) kommer att kunna realiserars. Det är dock en alltför omfattande uppgift att för detta speciella ändamål genomföra en ny reviderad långsiktbedömning. Vi har därför valt att fullfölja kalkylerna på grundval av LB:s två alternativ samt att ta hänsyn till de nya omständigheterna på en ad hoc-basis genom partiella revideringar och kommentarer.

I anslutning till prognosen diskuterar vi även vissa faktorer som påverkar företagets val mellan självfinansiering, lånefinansiering och nyemission.

Som ett komplement till kalkylen och för att bättre kunna bedöma prognosens rimlighet har vi i olika avsnitt också mer ingående diskuterat vissa faktorer som har stor betydelse för industrins externa tillförsel av riskvilligt kapital och undersökt hur industrins externfinansiering utvecklats sedan mitten på 60-talet.

I ett särskilt avsnitt behandlar vi vad som bestämmer utbudet av riskvilligt kapital. Vi diskuterar hur hushållen väljer att placera sina tillgångar i olika placeringsformer och pekar på hur avkastning och risk utvecklats för aktier jämfört med främst insättning på bank. Den finansiella risken kan visserligen generellt antas öka i ett företag om skulderna ökar i förhållande till det egna kapitalet, men olika externa finansieringskällor medför olika grader av finansiellt risktagande för det låntagande företaget, varför även företagets skuldmix påverkar den risk som är förknippad med en viss skuldsättningsgrad. Företagets soliditetsmål förmodas därför vara beroende av hur skuldstrukturen ser ut. Av detta skäl visar vi i ett avsnitt hur de olika externfinansieringskällornas betydelse för industrin och industrins skuldstruktur har utvecklats sedan mitten på 60-talet.

Mot bakgrund av den internationella upplåningens snabbt ökande omfattning finner vi det intressant att även undersöka den upplåning på den internationella kapitalmarknaden, som sker i samband med svensk industris utlandsverksamhet och i vilken utsträckning denna skett via moderbolagen eller direkt i de utländska dotterbolagen. Dessa frågor behandlas i studiens avslutande avsnitt.

## I. Industrins räntabilitet och finansiering 1965–74 samt beräknat kapitalbehov fram till 1980

### *Prognosmodell och antaganden för prognosen*

Vi skall här ge en kort beskrivning av den prognosmodell och det beräkningsförfarande vi använder.<sup>5</sup> Den finansiella kalkylen överensstämmer till

<sup>4</sup> SOU 1975:89.

<sup>5</sup> För en utförligare presentation av modellen, en redovisning av statistiska källor och av skattningen av modellens parametrar se IUI:s långtidsbedömning 1976, *Utvecklingsvägar för svensk ekonomi fram till 1980*, kap. 14, Stockholm 1976, och Eriksson & Lindörn, *Industrins finansiering*, bilaga 8 till ovanstående.

stor del med den som gjorts i långtidsbedömningens kapitel 14. Utgångspunkten är, som nämnts, den reala utvecklingen för industrins förädlingsvärde och investeringar och de prisförändringar som framkommer enligt IUI:s långtidsbedömning. Vi har sedan med en mycket enkel rekursiv modell beräknat de finansiella flödena i industrin, vilka i sin tur ger utvecklingen för de finansiella stockarna. Förändringen i industrins skuldstock och därmed dess upplåningsbehov bestäms residualt.<sup>6</sup> I modellen, som består av en uppsättning linjära samband, har vi i flera fall använt oss av grova schabloner. Vi har dock delvis gått ifrån rekursiviteten för att finna den kombination parametervärden, som vi anser vara mest rimlig. Med hjälp av ett iterativt förfarande har vi bestämt vissa centrala prognosantaganden, bl. a. antagandet om löneandelens storlek i de båda utvecklingsalternativen, så att den finansiella prognosen ej blir oförenlig med den reala prognosen.

Avsikten är ej att i denna framställning redovisa hela ekvationssystemet. Vi vill dock peka på ett par välkända bokslutssamband i modellen för det egna kapitalets räntabilitet och tillväxt. Definieras totalräntabiliteten som kvoten mellan nettoöverskottet plus finansiella intäkter och det totala kapitalet,<sup>7</sup> och nettoöverskottet utgörs av förädlingsvärdet minskat med löner och kalkylmässiga avskrivningar, kan räntabiliteten på eget kapital efter skatt uttryckas av nedanstående samband (identitet)

$$R_E = (1-t_V) [R_T + (R_T - i_C) \frac{S}{E}] \quad (1)$$

där skuldkvoten  $\frac{S}{E}$  står för förhållandet mellan främmande och eget kapital,  $i_C$  den genomsnittliga låneräntesatsen,  $R_T$  totalräntabiliteten före skatt och  $R_E$  räntabiliteten på eget kapital efter skatt. Låneräntesatsen liksom vinstskattesatsen  $t_V$  är exogena. Ekvationen visar att man genom den s. k. leverageeffekten kan öka räntabiliteten på eget kapital genom att öka upplåningen så länge totalräntabiliteten överstiger låneräntan och dessa båda variabler är någorlunda oberoende av upplåningen. Vi ser av (1) den väsentliga roll som differensen mellan totalräntabiliteten och låneränta spelar för det egna kapitalets räntabilitet.

Ekvation (2) visar de olika komponenterna i den relativa tillväxten i eget kapital

$$v_E = (1-u) R_E + b + z \quad (2)$$

där  $v_E$  betecknar den relativa tillväxten i eget kapital,  $u$  utdelningsprocenten,  $b$  nyemissionernas andel av det egna kapitalet och  $z$  värdestegringen i relation till det egna kapitalet. Sambandet är en bokslutsidentitet som alltid gäller ex post, men ej säger något om kausaliteten.

I verkligheten finns ett komplicerat kausalsamband, där flera av komponenterna påverkar varandra. Den förväntade räntabiliteten på det egna kapitalet är en viktig bestämningsfaktor till investeringarna och därigenom också indirekt till kapitaltillväxten. En höjd räntabilitet ökar dessutom företagens förmåga att generera vinster, men kan också tänkas ha effekt på kapitalbildningstakten via en ändrad utdelningsbenägenhet eller genom att påverka nyemissionerna. Förändringar i vinstskattesatsen påverkar likaså

<sup>6</sup> Detta är givetvis en stark förenkling av prognostekniska skäl, som förutsätter att industrin alltid genomför sina investeringar, oavsett hur mycket skulderna måste ökas för att klara finansieringen. I verkligheten är företagen sannolikt inte villiga att sänka soliditeten under en viss nivå och väljer därför att minska sina investeringar för att undvika en alltför kraftig upplåning. Investeringar och upplåning bestäms således i praktiken simultant.

<sup>7</sup> I det totala kapitalet ingår de materiella anläggningstillgångarna till återanskaffningsvärde. Detta har beräknats med utgångspunkt i antagandet att investeringarnas genomsnittliga livslängd är 15 år. Vid beräkningar av ett visst års kapitalstock har sedan kvarvarande del av tidigare års investeringar räknats upp till årets investeringsvarunivå.

**Tabell 1 Industrins utveckling 1974–1980 i de två prognosalternativen**  
(Ökning % per år)

	Offentlig- expansivt alternativ	Industri- expansivt alternativ
<i>Volym</i>		
Produktion	4,1	5,4
Real kapitalvolym	4,8	5,3
Investeringar	3,2	7,0
<i>Värden i löpande priser</i>		
Produktion	10,4	11,7
Investeringar	10,1	14,6

självfinansieringsgraden vid en given räntabilitet på eget kapital (före skatt). Även vid en oförändrad räntabilitet kan givetvis utdelningarna minska eller nyemissionerna öka, vilket medför en ökad kapitaltillväxt. Därtill kan kapitalet vid inflation växa på grund av icke realiserade värdeökningar på anläggningstillgångar.

Värdena på prognosmodellens parametrar har beräknats utifrån den historiska utvecklingen enligt SCB:s finansstatistik. Då extrapolering av tidstrenderna i flera fall ger mindre rimliga värden har vi valt de värden vi betraktat som de mest sannolika med hänsyn till troliga framtida förändringar i företagens finansieringsbetingelser. Som exempel kan nämnas att den effektiva skattesatsen har historiskt sjunkit från närmare 40 % i genomsnitt för senare hälften av 1960-talet till ungefär 29 % för perioden 1969–73. Den effektiva skattesatsen påverkas av i vilken grad man utnyttjar de skattemässiga avskrivningsreglerna. På grund av hänsyn bl. a. till aktieägarnas utdelningskrav torde dock avskrivningsmöjligheterna endast utnyttjas maximalt under högkonjunkturår. Vi väljer 28 % som ett troligt genomsnittsvärde för skattesatsen under prognostiden.

Tabell 1 visar den från LB:s huvudmodell givna utvecklingen av industrins produktion, kapitalvolym och investeringar i fasta och löpande priser i de bägge prognosalternativen. Industriproduktionen beräknas växa med 4,1 respektive 5,4 % per år i de två alternativen. Enligt IUI kommer det industriexpansiva alternativet att kräva en betydligt större investeringsvolym än alternativet med svag industritillväxt. Ökningen blir 3,2 % i 0-alternativet och 7,0 i I-alternativet. Den reala kapitalvolymen ökar med 4,8 % respektive 5,3 % per år. Priserna för förädlingsvärdet har bedömts öka med i genomsnitt 6 % per år, medan kapitalvaruprisernas årliga ökning beräknats bli respektive 6,7 och 7,1 i 0- och I-alternativen. Detta ger oss att förädlingsvärdet i löpande priser stiger med 10,4 % respektive 11,7 % per år. Investeringarna ökar med 10,1 respektive 14,6 % per år i löpande priser.

Mellan lönsamhet och tillväxt (investeringar) finns ett komplicerat dubbelriktat kausalsamband. Vi har inte tillräckliga kunskaper för att kunna kvantifiera detta samband utan vi tvingas här i stället att begränsa oss till att göra de antaganden om löneandelen som vi finner rimliga och förenliga med den antagna tillväxten. För prognosperioden har löneandelen i I-al-

ternativet antagits i genomsnitt ligga kvar på den låga nivå, 72 %, som gällde under högkonjunkturåret 1974. I 0-alternativet antas löneandelen vara 75 %, vilket avviker från det antagande som gjordes i IUI:s långtidsbedömning. (I IUI:s LB antogs löneandelen även i 0-alternativet vara 72 %.) Anledningen till att vi valt att avvika på denna punkt är att mycket talar för att en allmän ekonomisk utveckling i Sverige, som för med sig en lägre långsiktig ökningstakt för investeringarna, också är förenad med en lägre långsiktig räntabilitet. Ju längre perioder vi betraktar, desto klarare kommer det i det närmaste "identitetsmässiga" sambandet mellan kapitalets tillväxt och lönsamheten, som ligger implicit i (2) att framträda. En högre investeringstakt möjliggör troligen en snabbare utslagning av mindre lönsamma enheter och en snabbare strukturomvandling, vilket bidrar till en högre effektivitet och lönsamhet inom industrin. Samtidigt har en högre räntabilitet en positiv effekt på företagens expansions- och investeringsvilja.

Utrymmet för löneökningar bestäms i den konkurrensutsatta sektorn som summan av ökningen i arbetsproduktivitet och förändringen i världsmarknadspriserna. Beräkningsprincipen är analog med den i den s. k. EFO-utredningen<sup>8</sup> och förutsätter en lönesättning som bibehåller utgångsläget vinstmarginaler under hela prognosperioden.<sup>9</sup> Endast i 0-alternativet har vi i våra kalkyler antagit att utvecklingen följer huvudkursen från 70-talets början. I det industriexpansiva alternativet har vi förutsatt att kapitalinkomstandelen måste höjas till den höga nivå som gällde under högkonjunkturåret 1974. I bägge fallen saknar vi givetvis ambitionen att visa den faktiska utvecklingen mellan de enskilda åren utan vi vill visa den mer långsiktiga trenden.

### *Den historiska utvecklingen och finansiell prognos 1975–80*

#### Finansiella flöden

Tabell 2 visar de olika resultatposterna och nettoresultatet som årliga genomsnitt för perioderna 1966–69, 1970–74 och 1975–80. Bruttosparandet visar den del av de medel som genereras i industrin som, så länge industrin har en positiv nettoupplåning, kan användas för att finansiera investeringar. Som det framgår av tabell 3 består detta av summan av nettovinst och avskrivningsmedel minskad med utdelningar. Det finansiella sparandet avser skillnaden mellan sparande och investeringar. Ett negativt finansiellt

<sup>8</sup> Edgren, G, Faxén, K-O och Odhner, C-E, 1970, *Lönebildning och samhällsekonomi*. Stockholm.

<sup>9</sup> Beräknas löneutrymmet och löneökningarna enligt denna modell kommer dock detta att medföra att modellsambanden uppfylls ex post även om den i ex ante-kalkylen skattade produktivitetsökningen i form av teknisk utveckling helt skulle utebli. Sambandet uppfylls då ex post eventuellt till priset av en icke önskad utslagning av företag eller branscher inom industrin. Detta att EFO-modellen försöker förklara en ex post-identitet utan att ta hänsyn till den dubbelriktade kausaliteten mellan utvecklingen av arbetsproduktivitet och löner gör att modellen ej förutsättningslöst kan användas för att beräkna det samhällsekonomiska utrymmet för löneökningar vid avtalsuppgörelser.

Tabell 2 Industriföretagens brutto- och nettovinst 1966–80

Genomsnitt per år, miljarder kr

	1966– 1969	1970– 1974	1975–1980	
			Offentlig- expansivt alt.	Industri- expansivt alt.
1. Förädlingsvärde (FV)	29,7	49,8	97,5	101,9
2. Löneandel	0,76	0,75	0,75	0,72
3. Bruttovinst = FV (1-löneandel)	7,1	12,5	24,4	28,5
– 4. Avskrivningar	4,0	7,0	11,8	12,2
+ 5. Ränteintäkter	1,4	2,4	6,9	7,4
= 6. Totalvinst före skatt	4,5	7,9	19,5	23,7
– 7. Ränteutgifter	1,5	3,0	7,4	8,0
= 8. Nettovinst före skatt	3,0	4,9	12,1	15,7
– 9. Skatt	1,2	1,6	3,4	4,4
=10. Nettovinst efter skatt	1,8	3,3	8,7	11,3

Tabell 3 Industriföretagens finansiella sparande och externa finansiering 1966–1980

Genomsnitt per år, miljarder kr

	1966– 1969	1970– 1974	1975–1980	
			0-alt.	1-alt.
1. Nettovinst efter skatt	1,8	3,3	8,7	11,3
+ 2. Avskrivningar	4,0	7,0	11,8	12,2
– 3. Utdelningar	1,0	1,4	3,5	4,5
= 4. Bruttosparande	4,8	8,9	17,0	19,0
– 5. Bruttoinvesteringar (inkl. lagerinv.)	6,6	12,9	23,2	27,0
= 6. Finansiellt sparande	–1,8	–4,0	–6,2	–8,0
7. Investering i finansiella tillgångar	3,3	5,1	10,1	12,5
8. Behov av extern finansie- ring (7–6)	5,1	9,1	16,3	20,5
– 9. Nyemissioner	0,3	0,4	1,0	1,1
=10. Upplåningsbehov	4,8	8,7	15,3	19,4
11. Självfinansieringsgrad 4/5 (%)	72,7	70,0	73,3	70,3

sparande innebär att andra sektorer måste skjuta till resurser till industrin för att denna skall kunna genomföra sina materiella investeringar. Industrins behov av extern finansiering framkommer som skillnaden mellan investeringar i finansiella tillgångar och finansiellt sparande. Den externa finansieringen löses genom nyemission av aktier och ökad upplåning. I dessa prognoser beräknas upplåningsbehovet residualt som skillnaden mellan det totala externfinansieringsbehovet och nyemissionerna.

De olika alternativen leder under de gjorda antagandena till olika nivåer på det finansiella sparandet, som dock i båda fallen är negativt. I det industriexpansiva alternativet är det beloppsmässigt närmare 2 miljarder kronor större än i 0-alternativet. Industrins totala upplåningsbehov beräknas i 1-alternativet bli ca 4 miljarder kronor större än i 0-alternativet.

Olikheterna i finansieringssituationen framgår även av självfinansierings-

graden. I det industriexpansiva fallet är den i stort oförändrad jämfört med genomsnittet för åren 1970–74, men den stiger i 0-alternativet.

### Utdelningspolitik och bruttosparande

Innan vi går vidare till att undersöka vilka konsekvenser de finansiella flödena enligt tabell 3 har för de finansiella stockarna skall vi diskutera hur företagen själva kan påverka sitt bruttosparande och några faktorer som påverkar företagets beteende i detta avseende. En viktig handlingsparameter som företagen kan påverka sparandet med är aktieutdelningen.

En sänkning av den andel av vinsten efter skatt som delas ut till aktieägarna (utdelningsprocenten) innebär, *allt annat lika*, en ökning av flödet av nedplöjda vinstmedel i företaget och därigenom också en ökning av företagets tillväxttakt. Innebörden av en sänkt utdelningsprocent ur aktieägarnas synvinkel är att man höjer tillväxten i de framtida utdelningarna genom att acceptera en lägre nivå idag. Huruvida den satsningen lyckas eller ej beror självfallet på vilken avkastningsnivå man lyckas uppnå på de investeringar som finansieras med de innehållna utdelningarna. Utdelningspolitiken bör med andra ord delvis bestämmas av vad man tror om den framtida avkastningsnivån. Hur utdelningar under olika perioder skall vägas samman bestäms av aktieägarnas tidspreferens och riskvärdering och kommer till uttryck i dessas diskonteringsränta. Resultatet blir att utdelningarna vägs samman till ett nuvärde, företagets kapitalvärde. Ett vanligt antagande i den ekonomiska litteraturen är att företagets mål är att maximera just detta kapitalvärde.

Vi skall här diskutera företagets val av optimal utdelningsprocent och försöka illustrera avvägningen mellan utdelning idag och i framtiden med hjälp av en i litteraturen vanlig, mycket enkel modellansats. Denna avvägning är intimt förknippad med företagets beslut om nyemissioner. Denna fråga kommer vi därför att diskutera i nästa avsnitt.

Som utgångspunkt antar vi att företagets mål är att maximera sitt värde och att det bestäms som det diskonterade värdet av utdelningarna. Under en mängd förenklande antaganden (inga nyemissioner, inflationstakten är noll, det egna kapitalet är predeterminerat, det finns inte några tillväxtkostnader, företaget har en oändlig livslängd och vi har en proportionell balanserad tillväxt), som vi inför för att slippa en mängd formell exercis, så gäller att<sup>10, 11</sup>

$$P_t = \frac{U_t}{k-g} = \frac{uR_E E_t}{k-(1-u)R_E} \quad (3)$$

$P_t$ = företagets kapitalvärde	vid tidpunkten $t$
$U_t$ = utdelningar	vid tidpunkten $t$
$u$ = utdelningar i procent av vinsten på eget kapital efter skatt (utdelningsprocent)	vid tidpunkten $t$
$R_E$ = räntabilitet på eget kapital	vid tidpunkten $t$
$E_t$ = eget kapital	vid tidpunkten $t$
$k$ = aktieägarnas diskonteringsränta	vid tidpunkten $t$
$g$ = utdelningarnas tillväxttakt	vid tidpunkten $t$

Vi ser att en höjd utdelningsprocent medför att utdelningarna i täljaren ökar samtidigt som nämnaren ökar genom att tillväxttakten sänks. Dessutom kan en sänkt utdelningsprocent förutsättas öka den relativa variabiliteten i hela den förväntade strömmen

<sup>10</sup> Ekv (3) kan även skrivas

$$k = \frac{uR_E E_t}{P_t} + (1-u)R_E$$

diskonteringsräntan eller aktieägarnas avkastningskrav fås då som summan av direktavkastningen och utdelningstillväxten.

<sup>11</sup> För en härledning av formeln se t. ex. Lerner and Carleton: *A Theory of Financial Analysis*.



av utdelningar och därmed den finansiella risken för ägarna. Det skulle betyda att aktieägarnas diskonteringsränta är en negativ funktion av utdelningsprocenten vilket minskar nämnaren i ekvation (3). Nettoeffekten på kapitalvärdet är beroende av våra utgångsvärden samt hur diskonteringsräntefunktionen ser ut. Den optimala utdelningsprocenten finner vi genom att derivera kapitalvärdesformeln med avseende på utdelningsprocenten och nollställa derivatan.

Vi får då<sup>12</sup>

$$R_E = k(u) - u \frac{\partial k}{\partial u} \quad (4)$$

En optimal utdelningspolitik innebär under dessa mycket begränsade antaganden att utdelningsprocenten skall väljas så att marginalkostnaden för nedplöjda vinstmedel med hänsyn till stigande diskonteringsränta blir lika med avkastningen på eget kapital. Av ekvationen framgår att ju högre räntabiliteten på eget kapital är desto lägre blir den optimala utdelningsprocenten, förutsatt att man tror på att denna högre räntabilitet skall bli bestående i framtiden. Det betyder vidare att en ökad andel skulder i förhållande till eget kapital, som höjer det egna kapitalets räntabilitet, kan förväntas medföra en sänkt utdelningsprocent, förutsatt att diskonteringsräntan inte påverkas av skuldkvoten så att den positiva hävstångseffekten motverkas av en höjd diskonteringsränta.

Av central betydelse för valet av utdelningsprocent är, som nämnts, diskonteringsräntefunktionens utseende. Ändrad sammansättning av ägargrupperna, t. ex. en övergång i ägandet från hushåll till institutionella placerare, innebär sannolikt en annorlunda riskvärdering och en annan känslighet i diskonteringsräntan för förändringar i utdelningsprocenten. Dyliga förändringar i ägarstrukturen kan därför medföra en förändrad utdelningspolitik.

Något som vi hittills ej nämnt och som har betydelse för avvägningen mellan nutida och framtida utdelningar är skattesystemets utformning. Ett ökat marginalskattetryck på utdelningsinkomster i kombination med liberala realisationsvinstskatteregler gör vinstnedplöjningsalternativet mer attraktivt.<sup>13</sup>

I Sverige har utdelningsprocenten sjunkit sedan mitten på 60-talet från drygt 50 % i genomsnitt för femårsperioden 1965–69 till ca 40 % för åren 1970–74 i genomsnitt. Den historiska nedgången kan sannolikt till stor del förklaras av det ökade marginalskattetrycket. Den fortlöpande minskningen i hushållens andel som ägare av aktier till förmån för stora institutionella placerare har å andra sidan bl. a. med hänsyn till dessas lägre skattetryck sannolikt en motsatt effekt på utdelningsbenägenheten och kan följaktligen medverka till att bromsa upp nedgången i utdelningsprocenten.

### Nyemissionsfinansiering

Finansiering med nyemission av aktier kan i princip betraktas som en negativ utdelning. På samma sätt som vid en sänkt utdelningsprocent sker vid en ökad aktiefinansiering nämligen en omfördelning av företagets nettoutbetalningar till aktieägarna från nutid till framtid.

Beaktar man att de medel som tas ut som utdelningar dubbelbeskattas med först vinstskatt och sedan med personlig inkomstskatt, medan kvarhållna vinstmedel endast vinstbeskattas för att sedan bli föremål för en relativt förmånlig realisationsvinstbeskattning kan det synas orationellt för aktieägarna som grupp att överhuvud taget välja att nyemittera i stället för att återinvestera vinstmedel i företaget.

<sup>12</sup> Se t. ex. Eriksson, G., 1975, *Företagens tillväxt och finansiering*, Industriens Utredningsinstitut, Stockholm.

<sup>13</sup> Man kan givetvis aldrig gå så långt att man mer än tillfälligt endast satsar på tillväxt. En akties värdeökning bygger i sista hand på en utdelad avkastning.

Emellertid kan man knappast betrakta aktieägarna som en enda homogen grupp. Detta skulle möjligen kunna ske i det fall då det är enbart de gamla aktieägarna som tecknar nyemissionen. Vid nyemissioner är det vanligtvis helt eller delvis nya ägare med en annan riskvärdering och andra preferenser än de gamla ägarna, som tillskjuter riskvilligt kapital.

Det kan därför tänkas att de tidigare ägarnas förräntningskrav är påtagligt högre än förräntningskravet hos en potentiellt ny ägare t. ex. AP-fonden. I en sådan situation skulle det följaktligen kunna vara förenligt med maximering av existerande aktieägares välfärd att företaget anskaffar kapital både via nyemissioner och kvarhållande av vinst. Existensen av utdelning och nyemission kan således vara förenlig med företagets målsättning att maximera kapitalvärdet med hänsyn till samtliga aktieägare, såväl existerande som potentiella. Möjligheten för olika ägare att samtidigt ta finansiella resurser ur företaget respektive tillföra sådana är ett väsentligt led i en fungerande kapitalmarknad, då det innebär att flera oberoende riskvärderare och bedömare av de olika företagens framtid fördelar resurserna mellan de olika företagen.

Ett fall då vinstnedplöjning ej kan ersätta nyemission är uppenbart, nämligen när företagets behov av investeringsmedel kortsiktigt är så stort att den erforderliga ökningen av det egna kapitalet överstiger vinstmedlen. Sett i ett *längre* perspektiv och ur samtliga existerande och potentiella ägares synpunkt är det dock *inte* möjligt bibehålla investeringar som är större än hela vinsten. Detta följer av att företagets kapitalvärde definieras som nuvärdet av alla framtida nettoutdelningar.

Om de nyemitterade aktierna endast tecknas av nya ägargrupper är emissionen i princip för de tidigare ägarna att räkna som en riktad emission. För de tidigare aktieägarna i företaget blir då naturligtvis den relevanta frågan i vad mån en sådan nyemission påverkar deras andel av det kapitaliserade värdet av utdelningsinkomsterna negativt eller positivt. Med utgångspunkt i kapitalvärdesformeln kan lätt visas, om vi bortser från avvikelser i aktiernas marknadsvärde från det kapitaliserade nuvärdet av de förväntade utdelningsinkomsterna, att en riktad nyemission har en gynnsam effekt för de tidigare ägarna, förutsatt att emissionsmedlen används så att de ger högre avkastning än de nytillkomna ägarnas förräntningskrav.

Om man ser till den genomsnittliga nyemissionsprocenten för alla företag inom industrin påverkas den av det riskvilliga kapitalets rörlighet mellan olika sektorer och företag, vilken är beroende av hur det riskvilliga kapitalet fördelas på olika företag som har olika räntabilitet och behov att finansiera sina investeringar med externt kapital. Nyemissionsprocenten påverkas dessutom givetvis även av det totala utbudet av riskvilligt kapital. En ökad avkastning torde medföra ett ökat totalt utbud. Detta ökar även om marknaden tillförs nya institutioner och grupper, som är villiga att placera medel till den rådande avkastningen. Tillkomsten av fjärde AP-fonden kan vara ett exempel på detta. Den ger industrin ett tillskott av riskvilligt kapital då den vid riktad emission (och även vanlig) köper nyemitterade aktier.

## Förändringen i industrins kapitalstruktur

Vi skall i detta avsnitt behandla de förändringar i industrins kapitalstruktur de finansiella flödena ger upphov till. För att mot bakgrund av den historiska utvecklingen bättre kunna bedöma rimligheten i prognoserna, inleder vi med en diskussion av vissa viktiga faktorer som påverkar företagens val mellan eget och främmande kapital, dvs. skuldkvoten.

I vår enkla kalkylmodell bestäms upplåningen genom rekursiva samband och påverkar ej industrins investeringar. I verkligheten påverkar skuldsättningen som tidigare nämnts företagens investeringsvilja, dvs. företaget investerar i en sådan omfattning att soliditetsmålet uppfylls.

Av leveragesambandet i ekvation (1) framgick att det egna kapitalets räntabilitet  $R_E$  kan höjas genom en ökad inlåning. Om låneräntan antas stiga med en ökad skuldkvot stiger den egna räntabiliteten så länge den marginella låneräntan är lägre än totalräntabiliteten. Om så är fallet kan den negativa effekten på  $R_E$  som följer en nedgång i totalräntabiliteten motverkas genom att man ökar den relativa upplåningen i företaget.

Låt oss även här knyta an till den tidigare använda modellansatsen och anta att företagets mål är att maximera kapitalvärdet. Den optimala skuldkvoten ( $S/E$ ) finner vi genom att derivera kapitalvärdessambandet (3) med avseende på skuldkvoten ( $S/E$ ) och sätta derivatan = 0. Med hänsyn till identiteten för  $R_E$  och ett antagande om att låneräntan är en positiv funktion av skuldkvoten enligt

$$i_c = i_c \left( \frac{S}{E} \right) \text{ där } \frac{\partial i_c}{\partial \left( \frac{S}{E} \right)} > 0 \quad (5)$$

ger denna maximering följande optimivillkor

$$R_T = i_c + \frac{S}{E} \cdot \frac{\partial i_c}{\partial \left( \frac{S}{E} \right)} \quad (6)$$

där  $R_T$  = räntabilitet på totalt kapital

$S$  = skulder

$E$  = eget kapital

$i_c$  = genomsnittlig låneränta.

Av (6) framgår att företaget skall välja en sådan skuldsättningsgrad att låneräntan på marginalen skiljer sig från avkastningen på det totala kapitalet med produkten av skuldkvoten och låneräntefunktionens derivata. En sänkning av den allmänna räntenivån (hela låneräntefunktionen skiftar nedåt) medför följaktligen en höjning av den optimala skuldkvoten. Vidare ser vi att en ökad totalräntabilitet, t. ex. genom produktivitetförbättringar eller förmånlig prisutveckling, likaså medför att den optimala skuldkvoten höjs.

Att låneräntan stiger med ökad relativ inlåning bygger på hypotesen att ökad inlåning, allt annat lika, ökar den finansiella risken för långivarna.<sup>14</sup> Dessa tar i sin riskbedömning in även andra faktorer, som t. ex. företagsledningens kompetens och marknadssituationen i stort. Inte minst påverkas bedömningen av hur de finansiella resurserna utnyttjas, om företaget satsar på riskfyllda projekt eller ej och av hur tillgångarna är placerade. Den finansiella risk i ett företag som följer av en ökad upplåning kan motverkas av om man på aktivsidan ökar andelen tillgångar som är lätta att avyttra – man ökar då sin betalningsberedskap. Ett exempel på detta är att företaget ökar de finansiella tillgångarna i förhållande till de materiella.

<sup>14</sup> Se t. ex. Lerner and Carleton: *A Theory of Financial Analysis*.

Tabell 4 Genomsnittliga årliga tillväxttakter för kapitalmåtten (procent)

	1965-74	1974-80	
		0-alt.	I-alt.
1. Materiellt kapital	9,3	12,1	13,9
2. Finansiellt kapital	15,6	13,0	15,0
3. Skulder	16,1	13,0	15,5
4. Eget kapital	7,6	11,8	12,9
5. Totalt kapital	11,1	12,4	14,3

Anm. Det materiella kapitalet är värderat till återanskaffningsvärde. För de materiella anläggningstillgångarna har vi antagit att investeringarnas genomsnittliga livslängd var 15 år. Vid beräkning av ett visst års kapitalstock har kvarvarande del av tidigare års investeringar räknats upp till årets investeringsvaruprisnivå.

Tabell 5 Industrins kapitalstruktur 1965-80

Miljarder kr

	1965	1969	1974	1980	
				0-alt.	I-alt.
1. Materiellt kapital	49,7	61,4	110,5	219,3	240,8
2. Finansiellt kapital	15,7	30,7	57,9	120,8	134,0
3. Skulder	22,0	41,0	84,6	176,4	201,3
4. Eget kapital	43,4	51,0	83,8	163,7	173,5
5. Totalt kapital = (1)+(2)=(3)+(4)	65,3	92,1	168,4	340,1	374,8
6. Finanskvot = (2)/(1), %	31,6	49,9	52,4	55,1	55,7
7. Soliditet = (4)/(5), %	66,4	55,4	49,7	48,0	46,3

I Sverige har upplåningen vuxit snabbare än det totala kapitalet sedan mitten på 1960-talet. Av tabell 4 framgår att tillväxten av industrins skulder mellan 1965 och 1974 var 16,1 % i genomsnitt per år mot 11,1 % för det totala kapitalet. Utvecklingen har medfört att soliditeten sjunkit markant. Mätt som eget kapital inklusive hela det obeskattade kapitalet i relation till det totala kapitalet (exklusive handelsskulder) sjönk den från 66 % 1965 till 50 % 1974, vilket framgår av tabell 5. Hur soliditeten utvecklas om man använder alternativa soliditetsmått redovisas i appendix D.

Det är svårt att bestämt säga vad som ligger bakom denna historiska förändring. Tänkbart är att företagen tvingats öka sin skuldsättning för att kunna genomföra mer långsiktigt bestämda investeringsplaner. Det är ej heller osannolikt att det skett förändringar i någon eller några yttre faktorer, som exempelvis totalräntabilitet och finansieringskostnader, vilka medfört att företagen, oberoende av långsiktiga bindningar vad gäller investeringsverksamheten funnit det fördelaktigt att öka sin skuldsättning i relation till det totala kapitalet.

Vad som även talar för att företagen på detta sätt frivilligt kan ha valt att sänka sin soliditet är bl. a. att utbudet ökat av förmånliga krediter på kapitalmarknaden (se avsnittet om den organiserade svenska kreditmarknaden), vilket gjort att de kunnat låna mer utan att behöva öka sitt finansiella risktagande i motsvarande mån. En sådan sänkning av soliditeten kan även

förklaras av att det finansiella kapitalet har vuxit snabbare än det materiella.<sup>15</sup> Detta speglas i att finanskvoten som uttrycker förhållandet mellan dessa kapitalstockar ökade från 32 % 1965 till 52 % 1974.

I bägge prognosalternativen beräknas de finansiella tillgångarna fortsätta att växa snabbare än de materiella, medan soliditeten beräknas fortsätta att sjunka. Nedgången i soliditeten blir dock något större i alternativet med stark industriexpansion än i det offentlig-expansiva.<sup>16</sup>

### Industrins räntabilitet och tillväxten i eget kapital

En viss förbättring av totalräntabiliteten har inträffat mellan slutet av 1960-talet och början på 1970-talet. Detta förklaras till stor del av den snabba produktprisstegring som ägt rum efter år 1972. Av tabell 6 framgår att under högkonjunkturåret 1974 uppgick totalräntabiliteten till nära 9 %, vilket är ett värde som ligger en bra bit ovanför den genomsnittliga räntabiliteten för perioden 1966–69 och 1970–73, som var 5,6 respektive 6,0 %.<sup>17</sup>

Av tabellen framgår också att totalräntabiliteten höjts mer än låneräntan. Detta i kombination med den höjda skuldkvoten har inneburit att räntabiliteten på eget kapital före skatt ökat i snabbare takt än totalräntabiliteten.

Procentuellt är uppgången i räntabiliteten på eget kapital<sup>18</sup> efter skatt

<sup>15</sup> Uppgången i finanskvoten kan ha orsakats av den koncentrationsprocess som ägt rum inom industrin under 60-talet och början av 70-talet. Om exempelvis samgående mellan företagen leder till en uppkomst av allt större koncernbildningar betyder detta samtidigt en expansion relativt sett av företagens finansiella tillgångar i form av aktier och fordringar i andra företag. En annan bidragande faktor till förändringen i finanskvoten kan vara att kreditförmedlingen inom själva företagssektorn har ökat i betydelse. För att undersöka i vilken utsträckning den finansiella strukturen påverkas av den upplåsningsaggregeringen av hela industrin innebär redovisar vi i appendix balansräkningar där vi försökt konsolidera den svenska industrin samt för 42 större industrikoncerner. För att de finansiella tillgångarnas andel ökat snabbt som en följd av en ökad koncentration inom industrin talar att andelen av finansiella tillgångar i 'AB Svensk industri' ökat i en lägre takt än för den aggregerade industrin och för 42 stora industrikoncerner har t. o. m. de finansiella tillgångarnas relativa betydelse minskat mellan 1965 och 1974.

<sup>16</sup> Hur kapitalstockarna utvecklas de enskilda åren mellan 1975–80 enligt vår prognosmodell redovisas i appendix E.

<sup>17</sup> Observera att nivån på vårt räntabilitetsmått påverkats av att avskrivningarna är baserade på återanskaffningsvärdet, och att realiserade prisvinster på lager men ej värdestegringsvinster på anläggningar inkluderats i vinsten.

<sup>18</sup> I jämförelse med andra publicerade mått på det egna kapitalets räntabilitet bör man hålla vår definition av eget kapital i minnet. Vi inkluderar hela det beskattade kapitalet. (Detta sänker givetvis räntabiliteten i förhållande till de fall då man inte alls inkluderar det beskattade kapitalet eller endast gör det delvis.) Den upplåning som prognosen avser är den som kommer från andra sektorer i ekonomin. Liksom i debiteringar som görs för hela ekonomins olika sektorer betraktar vi inte latent skatteskulder som sådan upplåning. Dessa svarar ej mot finansiella flöden mellan sektorerna och i den finansiella kalkylen för hela ekonomin räknas ej dessa skatteskulder som utlåning från stat och kommun. I konsekvens med detta behandlas hela det beskattade kapitalet som eget kapital, vilket givetvis även påverkar skuldkvotens storlek och nivån på den genomsnittliga låneräntan.

Tabell 6 Industrins räntabilitet på totalt och eget kapital 1966–1980

	Genomsnitt per år			1980	
	1966–1969	1970–1973	1974	0-alt.	I-alt.
1. Totalräntabilitet före skatt ( $R_T$ ) %	5,6	6,0	8,9	7,1	8,1
2. Låneränta ( $i_C$ ) %	4,7	4,9	5,5	5,5	5,5
3. Skuldkvot ( $\frac{S}{E}$ )	0,67	0,90	1,01	1,0	1,16
4. Räntabilitet på eget kapital före skatt; $R'_E = R_T + (R_T - i_C) \frac{S}{E}$ %	6,2	6,9	12,3	8,8	11,1
5. Vinstskattesats ( $t_V$ ) %	40	29	28	28	28
6. Räntabilitet på eget kapital efter skatt $R_E = (1 - t_V) R'_E$ %	3,7	4,9	8,9	6,3	8,0

ännu större, vilket har haft sin grund i att ökade överavskrivningar, investeringsavdrag och dylikt sänkt den effektiva skattesatsen.

Totalräntabiliteten kommer i bägge prognosalternativen att sjunka från 1974 års höga värde på 8,9 %. Eftersom låneräntan antagits vara oförändrad kommer räntedifferensen att minska. Detta och den sänkta nivån på totalräntabiliteten påverkar det egna kapitalets räntabilitet negativt. Denna sänkning motverkas i bägge alternativen av en höjd skuldkvot. Nettoeffekten på det egna kapitalets räntabilitet blir dock en kraftig sänkning i bägge fallen från 12,3 % före skatt 1974 till 8,8 och 11,1 % i respektive 0- och I-alternativet.

Den relativa tillväxten i eget kapital  $v_E$  utgörs enligt (2) av summan av den återplöjda vinsten i procent av eget kapital (dvs. den icke utdelade nettovinsten efter skatt), genom nyemission tillfört eget kapital i procent av eget (nyemissionsprocenten) och icke realiserade värdestegringar i procent av eget kapital ( $z$ ). Beräkningarna av  $v_E$ , uppdelad på olika komponenter enligt våra kalkyler sammanfattas i tabell 7. Vi ser att denna värdeökning-komponent svarar för mer än hälften av det egna kapitalets tillväxt. Denna procent har varit stigande och beräknas även för prognosperioden spela en betydande roll för den monetära kapitalackumuleringen. Denna utveckling kan sägas spegla den allt snabbare kostnads- och prisstegringstakten. Nyemissionernas betydelse är relativt liten, om än ökande.

De ekonomisk-politiska medel som myndigheterna till stor del använder för att stimulera tillväxten i företagens egna kapital är förmånliga avskrivningsregler och dylikt, som verkar via en sänkt effektiv skattesats. Det kan därför vara av intresse att undersöka hur dessa regler påverkat industrins finansiering jämfört med det fall företagen faktiskt skulle ha behövt betala en 50 %-ig vinstskatt på hela vinsten inklusive icke realiserade värdeökningvinster. Det kapital som genom den del av de bokförda avskrivningarna, som ej motiveras av fysisk förslitning eller obsolescence,<sup>19</sup> och andra skattelättnader förs undan från beskattning kommer tillsammans med icke realiserade värdestegringsvinster att utgöra företagets obeskattade kapital eller dolda reserv. Hälften av detta är att betrakta som en latent skatteskuld.

<sup>19</sup> Vi har i kalkylerna antagit att investeringarnas genomsnittliga livslängd är 15 år. Vid beräkning av kalkylmässiga avskrivningar och kapitalstock ett visst år har tidigare års investeringar räknats upp till detta års investeringsvaruprisnivå.

Materiella anläggnings-tillgångar i slutet av år  $t =$

$$= \sum_{n=1}^{15} I_{t-n-1} (1 - \frac{n}{15})$$

där  $I_t$  står för investeringarna år  $t$ .

Tabell 7 Tillväxten av det egna kapitalet uppdelad på olika komponenter

	Relativ ökning i eget kapital	(1-utdelnings- procenten)	Räntabilite- ten på eget kapital ef- ter skatt	Nyemissioner i procent av eget kapital	Värdestegring på materiella anläggnings- tillgångar
	$v_E$	$= (1-u)$	$\cdot R_E$	$+ b$	$+ z$
1965-1969	4,1	(1-0,54)	3,7	0,3	2,1
1969-1973	9,0	(1-0,42)	4,9	0,5	5,2
1974-1980	0-alt. 11,8	(1-0,40)	7,0	0,8	6,8
	1-alt. 12,9	(1-0,40)	8,8	0,8	6,8

Observera att ökningen i det beskattade egna kapitalet enligt denna beräkning inte är densamma som ökningen i det bokförda egna kapitalet, eftersom även detta tillförs medel som endast är beskattade i begränsad utsträckning.

Vi har här sökt göra en grov beräkning av ökningen i det beskattade egna kapitalet och i den latent skatteskulden. Beräkningstekniskt har vi utgått från att skattekrediter utgörs av skillnaden mellan den kalkylerade och den faktiskt betalda skatten. Detta ger oss i sin tur förändringen i den dolda reserven. Genom att dra ökningen i den obeskattade reserven från skillnaden mellan ökningen av tillgångar och ökningen av skulder (exklusive latent skatteskulder) erhålls ökningen av det beskattade egna kapitalet sedan som en restpost.

Tabell 8 visar den relativa tillväxten för olika kapitalmätt. Den årliga tillväxttakten i beskattat eget kapital har varit mycket måttlig. Av denna tillväxt svarar nyemissionerna för nästan en procentenhet. Återplöjda beskattade vinstmedel skulle således ha svarat för ungefär lika mycket som nyemissionerna. För ökningen av det beskattade egna kapitalet spelar således nyemissionerna väsentligt större roll än vad som framgår av tabell 7.

Vi ser också att industrins expansion i hög grad har finansierats genom skattekrediter.<sup>20</sup> Möjligheterna att utnyttja skattekrediter vid givna skatteregler beror på investeringstakt och inflationstakt. Sjunker investerings-  
taket kommer den effektiva skattesatsen att öka.<sup>21</sup>

Tabell 8 Tillväxttakt per år för olika kapitalmätt 1965-1974

Löpande priser, %

Totalt kapital	11,1
Materiellt kapital	9,3
Finansiellt kapital	15,6
Skulder exkl. latent skatteskuld	16,1
Obeskattad reserv	10,8
Beskattat eget kapital	2,0
Eget kapital + 1/2 obeskattad reserv	6,1
Eget kapital + obeskattad reserv	7,6

Anm.: Eget kapital + obeskattad reserv = totalt kapital - (skulder exkl. latent skatteskuld).

<sup>20</sup> Begreppet latent skatteskuld har här getts en mycket vid innebörd, eftersom det inkluderar framtida skatt på ännu ej realiserad kapitalvinst. Även om man på traditionellt sätt räknar latent skatteskuld som skillnaden mellan skatt efter kalkylmässiga och efter bokföringsmässiga avskrivningar har skatte-krediten vuxit.

<sup>21</sup> Se Södersten, J (1977) för en utförlig analys, *Bolagsbeskattningsverkningar*, SOU 1977:87, bilaga 2.

Tabell 9 Nyemissioner och vissa finansiella kvotall i I-alternativet 1980 vid olika antaganden om den reala räntabiliteten på eget kapital efter skatt.

Soliditet 1980 = 46,3 %.

Real räntabilitet på eget kapital efter skatt %	Nyemissioner mkr	Nyemissioner i procent av eget kapital	Självfinansieringsgrad %	Löneandel %
4	9 393	5,4	59,8	78,0
5	6 994	4,0	62,6	76,2
6	4 595	2,6	65,4	74,4
7	2 182	1,3	68,3	72,6

### Nyemissioner och räntabilitet

Vi utgår ifrån att utvecklingen av produktion, investeringar och finansiella stockar, dvs. soliditet, är densamma som redovisats i föregående avsnitt. Under denna förutsättning undersöks vilka krav på nyemissioner som ställs vid olika räntabilitetsantaganden. I dessa kalkyler är således räntabilitet och soliditet exogena, medan nyemissionerna är endogena. Dessa modellösningar visar industrins nyemissionsbehov eller "efterfrågan" vid olika räntabilitetstal. Vi kan inte välja ut den mest realistiska bland dessa lösningar utan större kunskaper om utbudsfunktionens utseende. Det vore därför önskvärt att kvantitativt kunna fastställa hur utbudet av riskvilligt kapital påverkas av förändringar i avkastningen. Visste vi det skulle vi kunna bestämma marknadslösningen som skärningspunkten mellan dessa efterfråge- och utbudssamband.

Då vi anser att en sådan bestämning skulle vara förknippad med en alltför stor osäkerhet avstår vi och väljer i stället att diskutera relationen räntabilitet och nyemissioner i termer av olika lösningar, som framkommer ur vår modell.

Diskussionen genomförs för I-alternativet för år 1980. Då vi håller för sannolikt att det är den reala avkastningen som är den relevanta för *utbudet* av riskvilligt kapital har vi här använt ett renodlat reallt mått på det egna kapitalets räntabilitet.<sup>22</sup>

Kalkylen genomförs med antagandet att den reala räntabiliteten på eget kapital efter skatt 1980 blir respektive 4, 5, 6 och 7 %. Den reala räntabiliteten enligt huvudkalkylen beräknas i I-alternativet bli drygt 7 % år 1980. Detta är en hög siffra jämfört med genomsnittet för perioden 1965-73, som låg kring 3 %.

Tabell 9 kan sägas visa industriföretagens behov av nyemissionsmedel i de olika alternativen för att klara investeringarna utan att soliditeten sjunker under 46,3 %, dvs. att upplåningen 1980 inte blir större än vad som förutsatts i de tidigare redovisade prognoserna för I-alternativet. En sänkt räntabilitet medför ett ökat nyemissionsbehov. Vi ser t. ex. att vid 4 % real räntabilitet på eget kapital efter skatt behöver nyemissionerna uppgå till ca 9,4 miljarder kronor, vilket är ca 8 miljarder mer än i huvudkalkylen och svarar mot en nyemissionsprocent, som är 5,4. Vidare ser vi att vid 6 % räntabilitet, dvs. en dubbelt så hög nivå som den historiska jämförelsenivån krävs 4,6 miljarder eller ungefär tre gånger så mycket som i huvudprognosen. Ta-

<sup>22</sup> Prisvinster inkluderas, varefter räntabilitetsmätten justeras ned med köpkraftsförändringen (dvs. förändringen i den allmänna prisnivån). Förändringen i den allmänna prisnivån kan mätas på olika sätt. Vi använder oss här av förändringen i konsumentprisindex, då vi tror att detta mått ger en god bild av hur den genomsnittlige aktieägarens köpkraft påverkas.



bellen visar även hur självfinansieringsgrad och löneandel blir i de olika fallen.

För utbudet är den centrala frågan hur känslig viljan att satsa riskvilligt kapital är för variationer i den reala avkastningen på eget kapital efter skatt.

För perioden 1965–73 var den genomsnittliga nyemissionsprocenten knappt 0,5, medan den reala avkastningen på eget kapital efter skatt var ca 3 %. Med dessa historiska data som utgångspunkt betraktar vi de olika modellösningarna.

Är det sannolikt att en ökning av den reala avkastningen med cirka 2 procentenheter ger ett åttafaldigande av nyemissionsprocenten? Vore det rimligt skulle I-alternativet kunna genomföras med de restriktioner som uppställts här utan att löneandelen behöve sänkas.

För att de prognosticerade investeringarna skulle kunna genomföras i det fall den reala räntabiliteten på eget kapital efter skatt är 7 % krävs att en dryg fördubbling av den reala avkastning på eget kapital efter skatt medför att nyemissionerna i relation till det egna kapitalet ungefär trefaldigas. En sådan utveckling skulle dock medföra en markant nedgång i löneandelen jämfört med genomsnittet för 1960- och 1970-talen.

Slutsatsen av dessa mycket förenklade kalkylmässiga samband är att om inte utbudselasticiteten för riskvilligt kapital är mycket hög så måste den reala räntabiliteten på eget kapital höjas kraftigt jämfört med genomsnittliga nivån sedan mitten på 1960-talet. Annars kommer inte nyemissionsmedlen att räcka till för att de kalkylerade investeringarna skall kunna genomföras utan att soliditeten sjunker under den kritiska nivå som beräknats i huvudkalkylen.

### Prognosens rimlighet

Vi skall här söka bedöma om det är sannolikt att industrin kommer att genomföra sina investeringar mot bakgrund av den finansiella utveckling som följer av de i huvudsak från LB, exogena antagandena. Sedan LB-kalkylerna genomfördes har en icke oväsentlig del av prognosperioden förflutit. Vi skall därför här diskutera realismen i gjorda antaganden och prognosens fortsatta relevans.

I såväl alternativet med långsam som det med snabb industritillväxt medför utvecklingen enligt kalkylerna en fortsatt sänkt soliditet. Vi bedömer det rimligt att industrin accepterar en viss fortsatt nedgång i soliditeten, eftersom räntabiliteten i bägge prognosalternativen beräknas ligga på en högre nivå än på slutet av 1960-talet och början på 1970-talet. I det industriexpansiva alternativet är dock soliditetsförsämringen så pass kraftig att ett fortsatt ökat utbud av förmånliga krediter sannolikt är av stor betydelse. Att soliditeten sjunker i denna omfattning trots att räntabiliteten i detta alternativ förutsätts ligga på en för svenska förhållanden mycket hög nivå (man måste gå tillbaka till början på 1950-talet för att hitta lika höga räntabilitetstal) förklaras till stor del av att priserna på kapitalvaror antas stiga snabbare än produktpriserna. Detta antagande stöds av att en sådan utveckling gällt i genomsnitt sedan mitten på 1960-talet. Det ligger också till grund för de finansiella analyser som gjorts i LB. Av de känslighetsanalyser som genomförts i bilaga 8 till LB (tabell 8:5) framgår det att den

genomsnittliga årliga produktprisökningen måste överstiga investeringsvaruprisökningen med ca 1 procentenhet för att utvecklingen ej skall medföra en sänkt soliditet. En sådan prisrelation fann man dock mindre sannolik i analysen i LB.

Här kan nämnas att vi även utfört kalkyler för att se vilka löneökningar som är möjliga vid den angivna investeringsvolymen utan att soliditeten försämras. Vi fann att detta kan ske endast genom en avsevärt långsammare löneökningstakt. I I-alternativet skulle det innebära att lönerna inte fick stiga snabbare än ca 7 % per år mellan 1974 och 1980, vilket betyder en sänkning av löneandelen till en nivå under 60 % 1980 samtidigt som det skulle innebära att avkastningen på eget kapital efter skatt 1980 nära nog fördubblades. En sådan utveckling tror vi inte heller är möjlig.

Vår uppfattning är att den finansiella utvecklingen i bäggre prognosalternativen innebär att industrins investeringar kan genomföras. Vi har dock bedömt det som nödvändigt att 1974 års höga vinstnivå måste hållas i genomsnitt under perioden 1975–80 för att det industriexpansiva alternativet skall kunna realiseras. Denna förutsättning är mot bakgrund av utvecklingen 1974–77 ytterst oralistisk. De snabba kostnadsökningarna, inte minst de kraftiga löneökningarna 1975 och 1976, har radikalt sänkt industrins lönsamhet sedan 1974. Utvecklingen, som bl. a. till följd av den höjda svenska kostnadsnivån medfört en försämrad internationell konkurrenskraft, har inneburit att industriproduktionen minskat med närmare 2 % per år mellan 1974 och 1977. Industriinvesteringarna har under samma period minskat med i genomsnitt ca 4 % per år. Det är därför mindre sannolikt att de i kalkylerna förutsatta produktions- och investeringsökningarna kommer att förverkligas till 1980. (Det är inte heller troligt att målet med balans i utrikesbetalningarna kommer att kunna uppfyllas år 1980.)

Vi kan här använda 0-alternativets kalkyler för att partiellt studera vad som händer när löneandelen antas vara den mer normala eller 75 % samtidigt som industriinvesteringarna mer än halveras. Soliditeten kommer i detta fall att sjunka mycket måttligt som en följd av att den årliga produktions-tillväxten i 0-alternativet antas ligga en dryg procentenhet under den i I-alternativet. Om produktionstillväxten sjunker ytterligare en procentenhet, medan investeringarna blir desamma som i 0-alternativet, kommer skuld-kvoten att öka med ca 5 procentenheter.

De problem svensk ekonomi idag 1977 står inför med ett underskott i bytesbalansen som beräknas bli ca 16 miljarder kronor, tror vi dock kan beskrivas i termer av våra prognosalternativ. För att klara de externa balansmålen samt tillväxten på lång sikt krävs industriinvesteringar av den omfattning som förutsatts i I-alternativet. Om lönsamheten blir lägre än den som antagits i kalkylerna kommer företagen sannolikt inte att investera i den utsträckning som detta alternativ förutsätter för samma period. En möjlighet i en sådan situation att ändå bibehålla en relativt hög investeringsnivå i industrin är att öka de direkta statliga investeringarna inom industrin och/eller öka insatsen av selektiva ekonomisk-politiska medel så att de privata industriinvesteringarna stimuleras. I IUI:s långtidsbedömning diskuteras därför en alternativ finansieringsväg för industrin som vi kallade för en skattefinansierad industriexpansion.

De statliga transfereringarna till företagssektorn har ökat kraftigt under

senare år och denna trend kan tänkas fortsätta. Staten satsar riskvilligt kapital med lågt förräntningskrav, eventuellt i kombination med investeringsbidrag, subventioner och lån etc. Det betyder att kravet på en räntabilitetsförbättring blir mindre. Lönernas andel av industrins förädlingsvärde kan därmed hållas uppe, men löntagarna kommer via statliga skatter och avgifter att återbetala en del av lönen till företagen. Ett större inslag av skattefinansierad industriexpansion betyder dock sannolikt att tyngdpunkten alltmer skulle förskjutas mot selektiv industripolitik. Detta kan lätt minska effektiviteten i användningen av kapitalresurserna och därigenom påverka produktiviteten. Produktivitetsutvecklingen i industrin kan därför inte ses isolerad från finansieringssättet. Man kan alternativt uttrycka saken så att om investeringsringarna sker i fel branscher och fel företag så medför det att man trots stor investeringsvolym ändå inte får snabbare tillväxt eller bättre extern balans. Risken är i dag extra stor att fatta fel investeringsbeslut efter de kraftiga förskjutningar i priser och vinstförsättningar som skett mellan olika marknader. Samma förhållande förklarar även att vi i dag har ett stort strukturproblem. Vinstförsättningarna har försämrats för våra traditionellt tunga branscher. En subventionspolitik som bygger på stödåtgärder åt företag och branscher med akuta problem idag och dåliga framtidsutsikter riskerar därför att på längre sikt leda till ett sämre resultat än om man inte gör något alls.

De krav som ställs på tillförsel av riskvilligt kapital är sålunda helt olika, beroende på vilken utvecklingsväg man väljer för ekonomin. Det är endast i ett industriexpansivt alternativ som man i någon mening kan tala om knapphet på riskvilligt kapital och som skulle kunna föranleda speciella åtgärder av olika slag, dvs. att den tillförsel av riskvilligt kapital i form av nedplöjda vinstmedel och nyemissioner, som uppkommer vid jämvikt på kapitalmarknaden är otillräcklig i förhållande till de krav de ekonomisk-politiska målsättningarna ställer.

## II. Utbudet av riskvilligt kapital och hushållens tillgångsval

En central fråga för kapitalmarknadsutredningen har varit hur näringslivets försörjning med riskvilligt kapital skall tillgodoses. De krav på investeringar inom industrin som följer av mer övergripande samhällsekonomiska målsättningar, kräver i sin tur att industrin tillförs riskvilligt " eget kapital" genom nedplöjning av vinstmedel eller nyemission av aktier. Detta för att man skall kunna genomföra de erforderliga investeringarna utan att soliditeten sjunker under en viss, för företagen känslig, nivå. En "brist" på riskvilligt kapital från den privata marknaden uppkommer normalt om avkastningen på det egna kapitalet, som redan finns i företagen, faller under den nivå, där alternativinvesteringar ger bättre avkastning. Företagen kommer i ett sådant fall inte att investera i den utsträckning som de samhällsekonomiska målen kräver. Exakt var denna nedre kritiska nivå ligger känner vi ej till särskilt väl. Vi kan antaga att faktorer som det svenska skattesystemet, inflationstakten, räntenivån och lönsamheten inom industrin i andra industriländer spelar en stor roll här.<sup>23</sup> En "för låg" lönsamhet för att de

<sup>23</sup> Det är mycket möjligt att ett av skälen att den kraftiga sänkningen av realavkastningen i svensk industri (se Eliasson, *Industrikonjunkturen*, Hösten 76, sid. 176 ff.) sedan mitten av 50-talet fram till våra dagar inte ledde till en kraftigare nedgång i investeringsverksamheten till stor del berodde på en liknande lönsamhetsutveckling i flertalet konkurrerande länder.

samhällsekonomiska målen skall klaras innebär dock inte att det föreligger någon brist på riskvilligt kapital i någon marknadsmening. Företagen investerar så mycket som de önskar med hänsyn till den rådande och den förväntade avkastningen och hushållen placerar en så stor andel av sina tillgångar i form av riskvilligt kapital som de önskar med hänsyn till ränthabiliteten.

Tillförseln av riskvilligt kapital har självfallet en stor betydelse för industrins expansion. Om utbudet av riskvilligt kapital ökar, allt annat lika, så ökar expansionen. Utbudet skulle öka om hushållen vore villiga att placera en ökad andel av sina tillgångar i aktier. Under senare år har emellertid utvecklingen gått i motsatt riktning. Hushållssektorn som helhet har varit nettosäljare av aktier. För att finna orsaken till denna utveckling diskuterar vi i detta avsnitt en teori för hushållens utbud av riskvilligt kapital. Vi undersöker sedan med denna som utgångspunkt hushållens faktiska tillgångsval.

### *Priset på risk*

Utbudet av riskvilligt kapital bestäms – givet det totala utbudet av kapital – av hur hushållen väljer att fördela kapitalet mellan finansiella tillgångar med olika risk. För att placera kapital i tillgångar med högre risk förutsätts att hushållen ställer högre krav på avkastning. Hushållen förutsätts således ha en viss riskaversion. Ju högre hushållens krav på riskersättning desto mindre andel av hushållens kapital placeras i aktier med en viss risk och desto större andel placeras i riskfria tillgångar.

För att närmare belysa detta placeringsval och avvägningen mellan avkastning och risk skall vi här använda oss av ett portföljvalsteoretiskt resonemang.

Vår utgångspunkt blir att anta att det finns olika aktier som skiljer sig vad avser förväntad avkastning ( $\bar{r}$ ) och spridning (standardavvikelse) i avkastning  $s(r)$ . I figur 1 har aktierna A och B kombinerats. Placeringar i aktien A antas ge en relativt låg avkastning samtidigt som risken (spridningen i avkastningen) vid placering i denna är tämligen låg. Aktien B ger en högre avkastning än A, men risken är också större. Om avkastningen på respektive aktie är slumpmässigt fördelad blir variansen för den totala avkastningen en funktion av variansen för respektive akties avkastning och kovariansen mellan dem. Den förväntade avkastningen ( $\bar{r}$ ) på en kombination av de två aktierna blir

$$\bar{r} = a\bar{r}_A + (1-a)\bar{r}_B \quad (7)$$

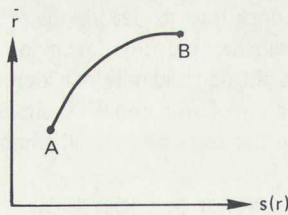
där  $a$  anger den andel av tillgångarna som placeras i aktie A och  $(1-a)$  följaktligen den andel som placeras i B-aktier.

Spridningen (variansen)  $s^2$  i avkastningen för denna kombination av aktierna A och B blir då

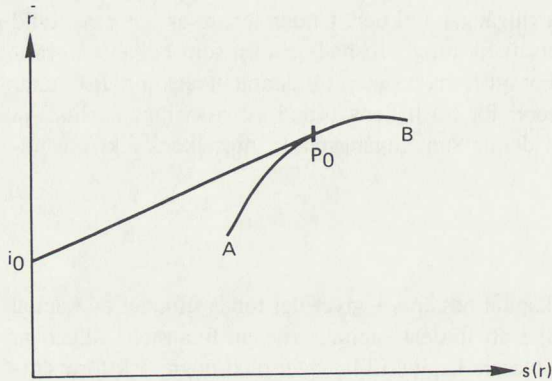
$$s^2 = a^2 \cdot s^2(r_A) + (1-a)^2 \cdot s^2(r_B) + 2a \cdot (1-a) \cdot \rho_{AB} \cdot s(r_A) \cdot s(r_B) \quad (8)$$

där  $s^2(r_A)$  och  $s^2(r_B)$  står för variansen i avkastningen för respektive aktie A och B och  $\rho_{AB}$  är korrelationskoefficienten för avkastningen på aktie

Figur 1 Avkastning och standardavvikelse vid placeringar i olika kombinationer av A- och B-aktier



Figur 2 Avkastning och standardavvikelse vid placeringar i olika kombinationer av A- och B-aktier samt riskfria tillgångar



Anm: Kurvan bygger ej på några antaganden om enskilda individers riskpreferens utan endast på ett allmänt antagande om positiv värdering av avkastning och negativ riskvärdering för samtliga individer.

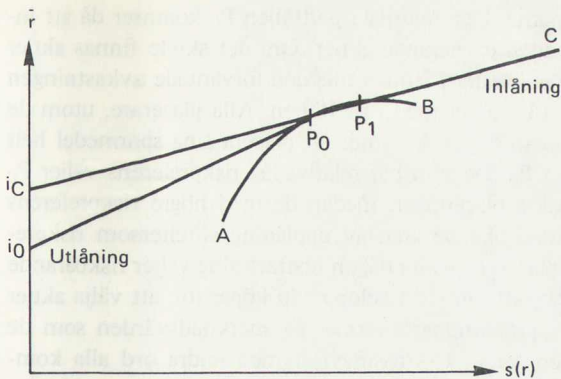
<sup>24</sup> Se t. ex. Fama, E. F. och Miller, M. H. 1972: *The Theory of Finance*. Holt, Rinehart and Winston, Inc.

<sup>25</sup> Om avkastningen på de två aktierna är perfekt korrelerad ( $\rho_{AB} = 1$ ) blir sambandet en rät linje mellan A och B. I det andra extremfallet ( $\rho_{AB} = -1$ ) när avkastningen på de två aktierna samvarierar perfekt negativt kan sambandet beskrivas av två strålar från en punkt på  $\bar{r}$ -axeln till A resp. B. Med mer sannolika antaganden om korrelationen mellan de två aktiernas avkastning kommer sambandet att kunna beskrivas av en kurva som är konvex uppåt.

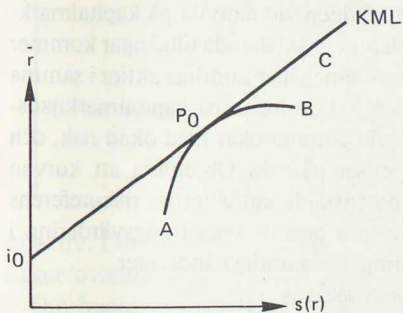
A respektive B. Med rimliga antaganden om kovariansen får sambandet mellan förväntad avkastning ( $\bar{r}$ ) och spridningen i den förväntade avkastningen, mätt som standardavvikelse  $s(r)$ , vid olika aktiekombinationer det utseende som figur 1 visar<sup>24</sup>. Ju större risk placeraren är beredd att ta desto mer ökar avkastningen.<sup>25</sup>

Vi antar att alla placerare föredrar aktier med en given förväntad avkastning och med en viss risk (spridning) framför dem som ger samma förväntade avkastning med en större risk. Vid given risk föredras den aktie som ger högst förväntad avkastning. Innebörden av detta är att alla aktier som har förväntad avkastning och spridning som placerar dem till höger om och nedanför kurvan AB är sämre som placeringsobjekt än aktie A, B eller kombinationer av dessa. I det fall inga andra aktier ligger ovanför och till vänster om kurvan AB kan denna sägas representera alla effektiva kombinationer av riskbärande placeringar.

Vi antar att det även finns en möjlighet till riskfria placeringar som ger avkastningen  $i_0$  (utlåning till en fast, säker ränta). Valet står då mellan att helt och hållet göra placeringar i riskfria tillgångar, i A-aktier eller B-aktier och att placera i olika kombinationer av två eller tre av tillgångsslagen. De effektiva kombinationerna kan beskrivas av kurvan  $i_0P_0B$  i Figur 2, där  $P_0$  är tangeringspunkten på kurvan AB för en linje från punkten  $i_0$ . Skälet till detta är, att för alla punkter på kurvan AB till vänster om  $P_0$  gäller, att man genom att i stället välja aktieportföljen  $P_0$  i kombination med riskfria placeringar kan få en högre avkastning utan att risken ökar. Linjen  $i_0P_0$



Figur 3 Avkastning och standardavvikelse vid placeringar i olika kombinationer av A- och B-aktier samt riskfria tillgångar då det finns möjligheter att låna medel för placeringar



Figur 4 Kapitalmarknads-linjen

representerar olika effektiva kombinationer mellan aktieplaceringar och riskfri placering.

$P_0$  betecknar då den portfölj av A och B som är den enda tänkbara i den mån man delvis vill placera i riskfria tillgångar. Att kombinationerna av placeringar i riskfria tillgångar och en given aktieportfölj kan beskrivas av en rät linje följer av att de riskfria placeringarnas standardavvikelse är noll.

I den mån placeraren även kan låna medel för sina placeringar till en fast ränta  $i_C > i_0$  kommer de effektiva kombinationerna att representeras av en kurva som går igenom punkterna  $i_0P_0P_1$  och som därefter betecknas med C i figur 3.  $P_1$  är tangeringspunkten på AB-kurvan för en linje från punkten  $i_C$ .

Beroende på riskpreferens kommer i detta fall placeraren att välja en riskfri placering enbart eller i kombination med  $P_0$  eller att placera i en av aktieportföljerna mellan  $P_0$  och  $P_1$ . En inlåning i placeringssyfte ökar såväl placeringens förväntade avkastning som spridningen i avkastning. Har placeraren en så hög riskpreferens att det motiverar inlåning, kommer han, allt annat lika, att välja att placera allt i portföljen  $P_1$  enligt vår figur.

Låt oss nu göra den förenklingen att vi antar att placeraren kan låna ut och låna in obegränsat till samma ränta ( $= i_0 = i_C$ ).

Vi kommer då endast att få en aktieportfölj  $P_0$ , som är effektiv oavsett placerarens riskpreferens.<sup>26</sup> (Figur 4.) Resonemanget kan generaliseras till att omfatta alla riskbärande placeringar. För enkelhetens skull antar vi att det endast är aktier. I den mån andra riskbärande placeringar finns

<sup>26</sup> Se Haley, C. H. och Lawrence, D. S., 1973, *The Theory of Financial Decision*. McGraw Hill Inc.

ändras dock ej principerna. Den optimala portföljen  $P_0$  kommer då att innehålla alla på marknaden existerande aktier. Om det skulle finnas aktier som ej ingick skulle deras kurser sjunka tills den förväntade avkastningen blir så hög att aktierna kommer med i portföljen. Alla placerare, utom de som föredrar riskfria placeringar, kommer att placera sina sparmedel helt eller delvis i portföljen  $P_0$ . De som har relativt låg riskpreferens väljer  $P_0$  i kombination med säkra placeringar, medan de med högre riskpreferens placerar i enbart  $P_0$  med ökande grad av upplåning allteftersom riskpreferensen stiger. Varje placerare, som i någon utsträckning väljer riskbärande tillgångar, kommer, oavsett hur stort belopp han köper för, att välja aktier i sin portfölj i sådana proportioner i termer av marknadsvärden som de har på aktiemarknaden totalt. C-kurvan visar med andra ord alla kombinationer av riskfria och riskbärande placeringar som individerna vid jämvikt på kapitalmarknaden kan välja mellan. Vi benämner den därför *kapitalmarknadslinje* (KML). I den mån individen vid jämvikt på kapitalmarknaden i någon utsträckning väljer att placera i riskbärande tillgångar kommer han alltså att välja aktieportföljen  $P_0$ , som innehåller samtliga aktier i samma proportioner som de har på marknaden.<sup>27</sup> Lutningen på kapitalmarknadslinjen visar hur mycket avkastningen vid jämvikt ökar med ökad risk, och kan tolkas som kostnaden för eller priset på risk. Observera att kurvan inte bygger på några antaganden om de enskilda individernas riskpreferens utan endast på ett allmänt antagande om positiv avkastningsvärdering i kombination med negativ riskvärdering för samtliga individer.

Kapitalmarknadslinjens ekvation kan skrivas

$$r = i_0 + \lambda s \quad (9)$$

där  $r$  är avkastningen på de olika kombinationerna av tillgångar som hushållen kan välja,  $i_0$  är avkastningen på riskfria placeringar,  $s$  är standardavvikelsen och  $\lambda$  är linjens lutning,<sup>28</sup> vilken kan sägas ange priset på risk. Av ekvationen ser vi också att avkastningen  $r$  på en kombination av tillgångar kan delas upp i den riskfria räntan ( $i_0$ ) och ersättningen för risk ( $\lambda s$ ). Vid valet  $s = 0$  (dvs. ingen risk) blir alltså  $r = i_0$ .

Om exempelvis linjen har en brant lutning uppåt så betyder det att de tillgängliga placeringsalternativen på kapitalmarknaden är sådana att avkastningen höjs väsentligt, när risken ökar något.

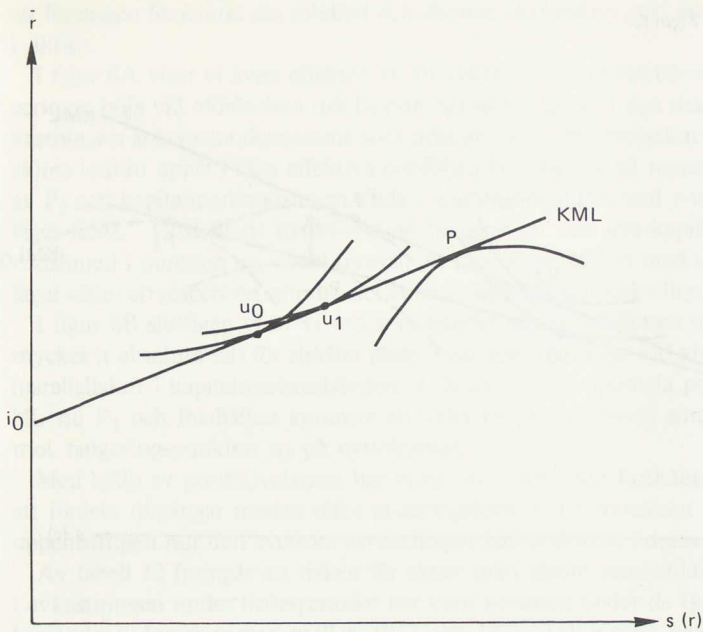
Det är först när man skall avgöra vilken punkt som är att föredra på kapitalmarknadslinjen som den enskilde individens preferenser får betydelse. Individen kommer att välja den kombination som ger högsta nyttan. För hela ekonomin kommer placeringarna i riskvilligt kapital att ske i den proportion som ger det högsta värdet på individernas aggregerande nyttofunktion (=  $U$ ). Denna proportion finner vi i den punkt där kapitalmarknadslinjen tangerar en aggregerad nyttokurva. (Punkt  $u_0$  i figur 5.)

Genom att välja att placera en viss andel ( $a$ ) av sina tillgångar i riskfria placeringar, t. ex. banktillgodohavanden, och den återstående delen ( $1-a$ ) i portföljen  $P$  kan således hushållen uppnå den kombination av ränta och risk på kapitalmarknadslinjen som ger dem den största nyttan. Under förutsättning att det inte finns något bättre alternativ än aktieportföljen  $P$  – i meningen att man inte kan nå högre avkastning vid samma risk, eller lägre risk vid samma avkastning – så är den inritade kapitalmarknadslinjen

<sup>27</sup> Detta innebär således att individen, oavsett hur mycket han skall placera i aktier (relativt och absolut), skall köpa alla aktier i de proportioner som svarar mot  $P_0$ . Detta kan tolkas som att ett rationellt beteende hos placerare av små belopp är att köpa andelar i aktiefonder som innehåller alla aktier på marknaden.

<sup>28</sup> Skriver vi  $\lambda = \frac{r_i - i_0}{s(r_i)}$ ,

framgår det direkt att  $\lambda$  uttrycker den ökade avkastning som för jämvikt på kapitalmarknaden krävs vid en ökad risk (standardavvikelse).



Figur 5 Val av placeringskombination på kapitalmarknadslinjen. Olika preferenser.

effektiv. Det betyder att man inte kan finna en placering av tillgångar som ligger ovanför linjen.

Om hushållens riskbenägenhet vore större, skulle i termer av vår figur tangeringspunkten flytta längre upp utefter kapitalmarknadslinjen till exempelvis  $u_1$  och en större andel av de finansiella tillgångarna vara placerade i tillgångar P och en något mindre andel i riskfria tillgångar.

### Real och finansiell risk

Spridningen i totalräntabiliteten ( $s_{R_T}$ ) på ett företags samlade tillgångar är ett mått på den *reala* risk (företagsbunden risk) som är förenad med avkastningen på företagets totala tillgångar. Den *finansiella* risken för avkastningen på eget kapital ( $S_E$ ) beror på hur hög andel av det totala kapitalet som är finansierat med lån.

Med utgångspunkt från den s. k. hävstångsrelationen:

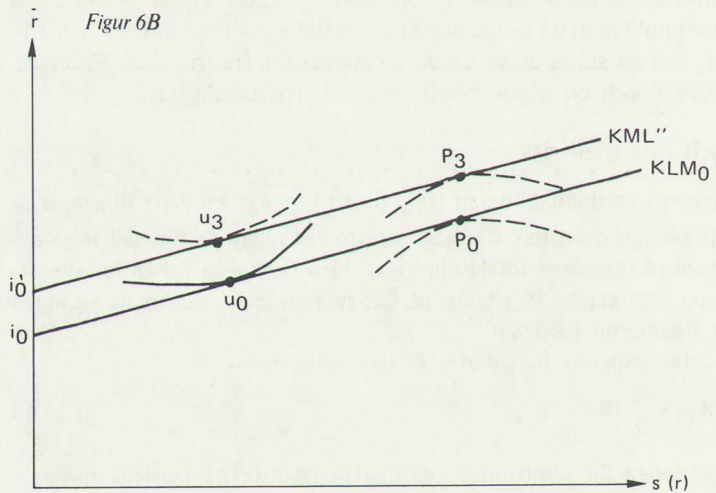
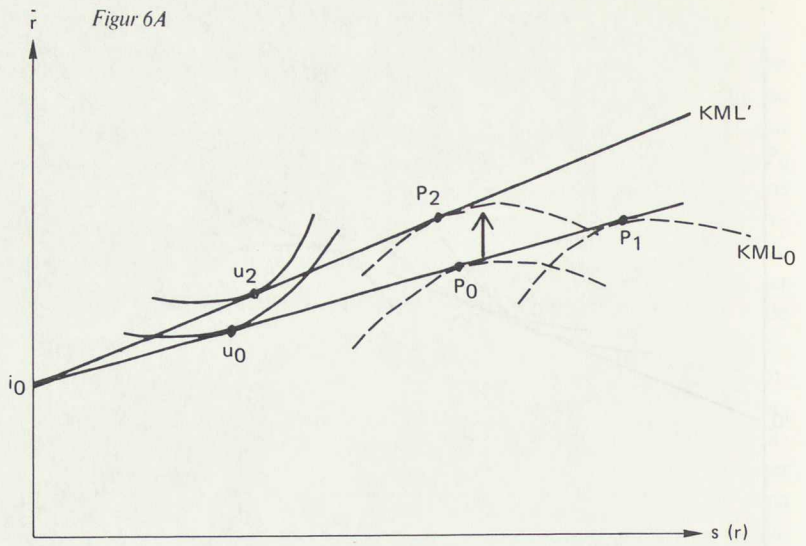
$$R_E = R_T + \frac{S}{E} (R_T - i) \quad (10)$$

kan ekvationen för sambandet mellan den reala och finansiella risken – förutsatt att låneräntan har variansen noll – skrivas:

$$s_{R_E} = \left(1 + \frac{S}{E}\right) s_{R_T} \quad (11)$$

Den finansiella risk ( $S_E$ ) som är förenad med kapitalplacering i ett företag och som naturligtvis kan skilja sig mellan företag i olika branscher, storleksklasser etc., stiger med skuldkvotens ökning. Om industriföretagens reala risk samt deras totalräntabilitet är oförändrad, så betyder höjd skuldkvot (sjunkande soliditet) enbart en höjning av räntabiliteten på eget kapital och enligt (11) en mot skuldkvotsökningen proportionell höjning av risken.





Figur 6A och 6B Val av placeringskombination på kapitalmarknaden. Förändrad avkastning och risk (standardavvikelse)

En sådan allmän skuldökning i företagen, allt övrigt lika, betyder därmed (också enligt (11)) att portföljen av optimalt aktieplacersalternativ flyttas i nordostlig riktning längs kapitalmarknadslinjen från punkten  $P_0$  till  $P_1$  i figur 6A. Hushållen kommer därvid att vid oförändrad riskaversion minska andelen av sina finansiella tillgångar som placeras i aktier och öka andelen placerad i riskfria tillgångar. (Nyttokurvorna har ej ändrats och tangeringspunkten med kapitalmarknadslinjen är fortfarande  $u_0$ .)

Man skulle därför kunna hävda att det förhållandet att hushållen minskat sitt innehav av aktier som framgår av tabell 11 kan sammanhänga med

att företagen försämrat sin soliditet och därmed ökat risken med att placera i aktier.

I figur 6A visar vi även effekten av att avkastningen på riskbärande placeringar höjs vid oförändrad risk (spridning) samtidigt som den riskfria avkastningen antas vara densamma som tidigare. (Aktieplaceringskurvan förskjuts lodrätt uppåt.) Den effektiva portföljen kommer då att representeras av  $P_2$  och kapitalmarknadslinjen vrids i skärningspunkten med y-axeln till läget KML'. Hushållens nyttofunktion tangerar nu den nya kapitalmarknadslinjen i punkten  $u_2$ , vilket innebär att hushållen jämfört med utgångsläget väljer att placera en större andel av sina tillgångar som riskvilligt kapital.

I figur 6B slutligen visar vi vad som händer när räntabiliteten ökar lika mycket (i absoluta tal) för riskfria placeringar som för aktier vid given risk (parallellskift i kapitalmarknadslinjen till KML"). Den optimala portföljen blir nu  $P_3$  och hushållen kommer att välja en placeringsmix som svarar mot tangeringspunkten  $u_3$  på nyttokurvan.

Med hjälp av portföljvalsteori har vi här diskuterat hur hushållen väljer att fördela tillgångar mellan olika placeringsformer. En intressant fråga är uppenbarligen hur den svenska utvecklingen kan beskrivas i dessa termer.

Av tabell 12 framgår att risken för aktier mätt såsom standardavvikelse i avkastningen under tioårsperioder har varit konstant under de fyra överlappande tioårsperioderna mellan 1950 och 1975. Tolkningen enligt analys-schemat i figur 6 skulle därför snarare vara att kurvan för optimala aktieportföljer sjunkit rakt nedåt utan motsvarande sänkning av realräntan på säkra placeringar. Lutningen på kapitalmarknadslinjen har blivit mindre, dvs. ersättningen för risk blivit lägre.

### *Hushållens tillgångsväl*

För att få ett grepp om hushållens placeringspolitik studeras lämpligen dels de totala tillgångarnas sammansättning, dels fördelningen av nyplaceringarna. Hushållens placeringar sker dels i materiella, dels i finansiella tillgångar.

I tabell 10 har vi satt upp en balansräkning för hushållen. Siffrorna är med nödvändighet mycket osäkra, i synnerhet värdet av de materiella tillgångarna. Uppgifterna om de finansiella tillgångarna har hämtats från SCB:s statistik. Fordringar och skulder mellan hushållen ingår inte. Av särskilt intresse är att den del av de totala finansiella tillgångarna som är placerad i aktier jämfört med den andel som är placerad i kassa och bank är relativt liten. Hushållens lån är till stor del upptagna mot säkerhet i fastigheter.

Man kan först fråga sig om hushållen genom omplacering av tillgångar kan öka utbudet av riskvilligt kapital. Försöker hushållen att minska sina placeringar i fastigheter, inventarier, antikviteter etc. pressas priset ned på dessa tillgångar, försåvitt inte hushållen kan sälja till utlandet eller staten. Hushållssektorn kan som helhet inte minska sina reala tillgångar. Man kan därför inte som ibland görs gällande, hävda att köp av antikviteter betyder ett minskat utbud av riskvilligt kapital. Om man inte har en omfattande nyproduktion eller import av antikviteter så kan inte köp av antikviteter dra undan några pengar för finansiella placeringar.

**Tabell 10 Balansräkning för hushållen**  
Miljarder kronor

	Tillgångar				Skulder		
	1970	1974	1975		1970	1974	1975
<i>Materiella tillgångar</i>							
Fastigheter <sup>f</sup>	183	231	315	Skulder, totalt	77 <sup>a</sup>	131 <sup>a</sup>	150 <sup>b</sup>
Inventarier och lager	15 <sup>d</sup>	20 <sup>d</sup>	23 <sup>f</sup>				
Varaktiga konsumtionsvaror	50 <sup>d</sup>	80 <sup>d</sup>	92 <sup>e</sup>				
<i>Finansiella tillgångar</i>							
Bank, obligationer och sedlar	93 <sup>a</sup>	136 <sup>a</sup>	153 <sup>g</sup>	Nettoförmö- genhet	304	396	498
Aktier							
därav börsnoterade	15 <sup>d</sup>	24 <sup>a</sup>	36 <sup>f</sup>				
därav ej börsnoterade	9 <sup>d</sup>	10 <sup>d</sup>					
Övriga finansiella tillgångar	16 <sup>a</sup>	26 <sup>a</sup>	29 <sup>f</sup>				
Summa	381	527	648		381	527	648

Källor:

<sup>a</sup> Finansstat SM N 1976:10.

<sup>b</sup> 1975 skattad med hjälp av preliminära flöden.

<sup>c</sup> SM N 1974:75 och 1975:74 Fastighetstaxering. Taxeringsvärdena är summerade för fysiska personer och bostadsrättsföreningar samt uppräknade med 50 %.

<sup>d</sup> Waldenström: tabell IV:3 och IV:4.

<sup>e</sup> Ökningen 1975 är beräknad som 75 % av privat konsumtion (enligt nationalräkenskaperna) av varaktiga varor. Beräknad livslängd ca 10 år och värdestegring 10 %.

<sup>f</sup> Grov skattning.

<sup>g</sup> Skattad med hjälp av riksbankens årsbok 1975.

### *Hushållens finansiella sparande*

Hushållens förmögenhetssammansättning förändras ständigt. Ändrade skatteregler, prisförväntningar, belåningsmöjligheter m. m. förskjuter intresset för att placera i olika tillgångar som avviker från tillgångarnas sammansättning i utgångsläget.

I tabell 11 redovisar vi den relativa fördelningen av nettoförändringen i hushållens tillgångar. Investeringar i fastigheter och annat materiellt kapital redovisas brutto, dvs. utan avdrag för avskrivningar. Köp av varaktiga konsumtionsvaror räknas här inte som investering.

Den totala placeringen i tillgångar var 1970–75 betydligt större än sparatet, eftersom nära hälften finansierats genom upplåning. I genomsnitt 1970–75 placerades i nya tillgångar omkring 25 miljarder kr per år medan sparatet uppgick till 12 miljarder kr. Omkring 60 % av nyplaceringarna har skett i finansiella tillgångar.

Utöver nyplaceringen i tillgångar sker det en värdeförändring på de ex-

**Tabell 11 Nyplaceringar (netto) fördelade på olika slag av tillgångar 1970 och 1974.**  
Procent

	1970	1974
<i>Materiella tillgångar</i>	45	37
<i>Finansiella tillgångar</i>	55	63
Sedlar, bank	37	33
Obligationer	4	7
Aktier	-6	-6
Försäkring	15	15
Handelskrediter, lån etc.	5	14
Summa	100	100
Skuldökning i % av total tillgångsökning	44	51

Källa: SCB SM N1976:10.

isterande tillgångarna, vilket leder till en förskjutning av tillgångarnas sammansättning i löpande priser. Ökningen i skulderna har uppgått till ca 15 miljarder kr per år. Detta är väsentligt mer än investeringarna i materiella tillgångar som uppgått till omkring 10 miljarder kr per år 1971-75. Belåningen av stigande fastighetsvärden synes vara en viktig källa för finansieringen av de finansiella tillgångarnas ökning. Det har funnits många skäl att tro att belåning av stigande fastighetsvärden har utgjort en viktig källa för ökad konsumtion. Statistiken synes dock tyda på att hushållen som grupp använt den kraftiga upplåningen till att bygga upp likviditet eller för att skaffa sig en s. k. hemmagjord leverage, dvs. för att skaffa sig tillgångar som ger högre avkastning efter skatt än vad lånekostnaden efter skatt är.

Av tabell 11 ser man att hushållen i ökad utsträckning placerat i obligationer, förmodligen till övervägande del skatteförmånliga sparobligationer och premieobligationer, medan hushållen avvecklat sitt innehav av aktier.

**Tabell 12 Real avkastning på olika placeringar i genomsnitt per år (procent)**

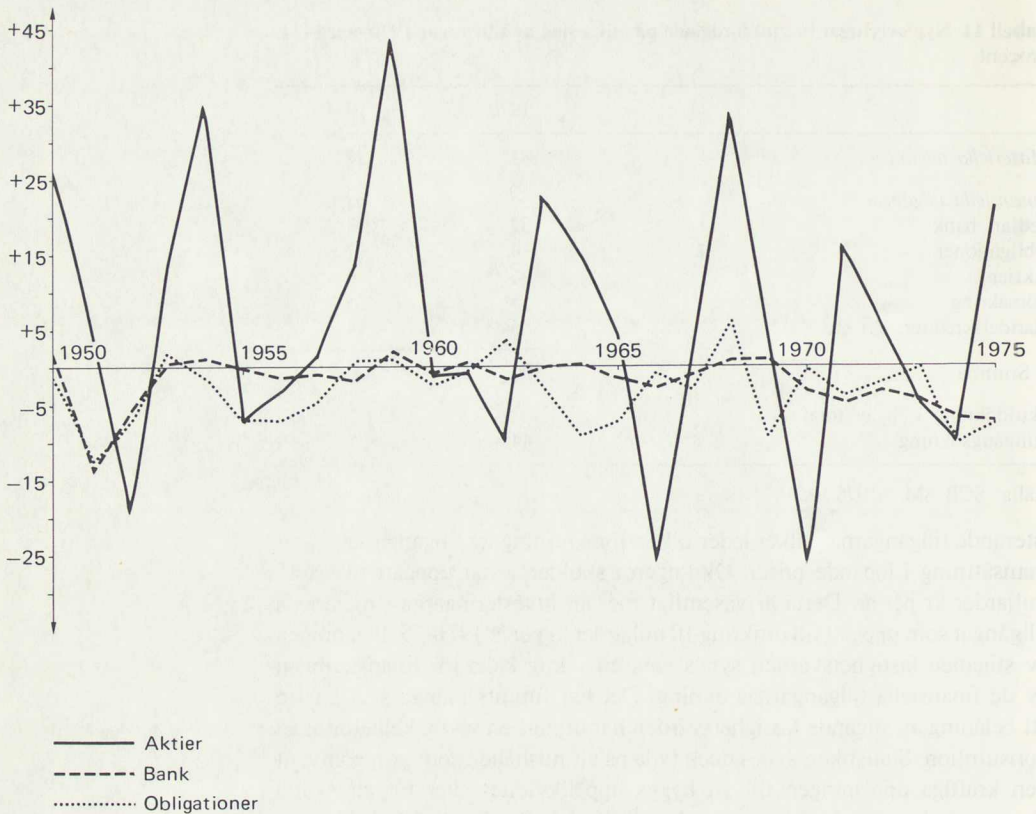
	Före skatt						Efter skatt					
	Aktier		Bank		Obligationer		Aktier		Bank		Obligationer	
	r	s	r	s	r	s	r	s	r	s	r	s
1950-1960	11,1	17,9	-0,5	4,6	-2,5	4,5	9,7	19,0	-1,9	4,5	-3,8	4,4
1955-1965	8,5	16,9	1,2	1,3	-1,9	4,1	7,0	15,8	-0,7	1,2	-3,5	4,1
1960-1970	2,8	18,2	1,8	1,4	-0,5	4,9	1,0	18,5	-0,9	1,4	-2,6	4,9
1965-1975	3,4	18,3	0,3	2,5	-1,3	4,9	1,3	18,5	-3,1	2,7	-3,7	4,9

Anm.: r = avkastning.

s = standardavvikelse.

För att mäta avkastningen på obligationer har vi använt 1941 års lån med 40 års löptid och 3,5 % ränta. Avkastningen inkluderar även värdeförändringar. Aktieavkastningen har mätts med utgångspunkt i Affärsvärldens generalindex och inkluderar direktavkastning och virdeökning.

Som mått för bankerna har vi valt att använda avkastningen på kapitalsamlingsräkning med 12 månaders uppsägning.



Figur 7 Årlig real avkastning efter skatt

<sup>29</sup> Makromarginalskattesatsen har beräknats av Jakobsson & Normann i *Finanspolitikens verkningar 1974*.

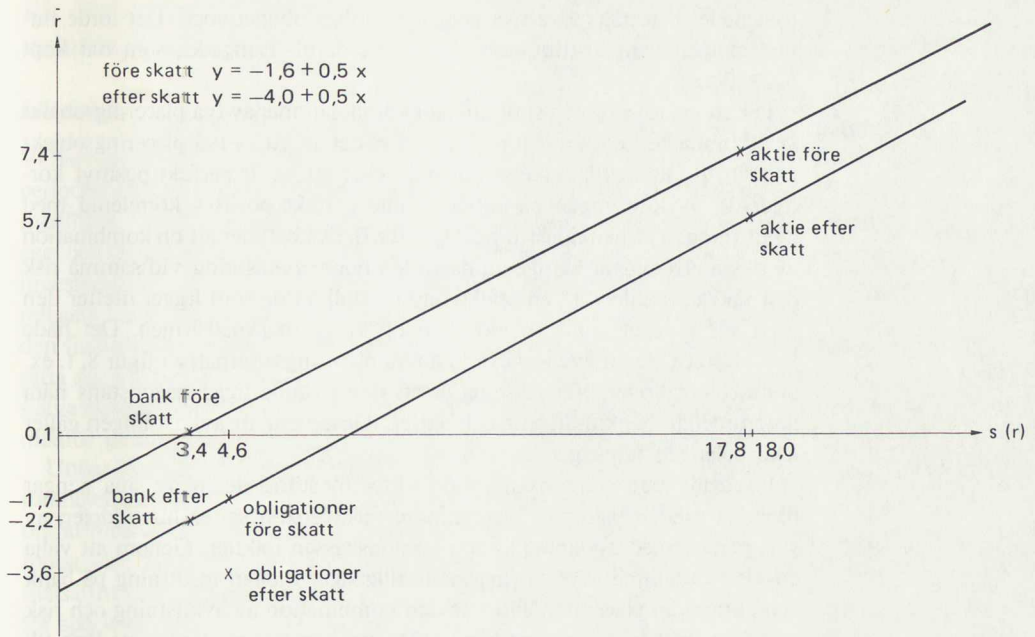
<sup>30</sup> Vi använder här aktier som en proxy för marknadsportföljen av riskbärande tillgångar. Detta motiveras av bristen på data för övriga placeringsformer samt av aktiernas relativa betydelse i en marknadsportfölj. Detta har även gjorts i liknande amerikanska skattningar. Se t. ex. Friend, J. och Blume, M., 1977, "The Demand for Risky Assets" i *Risk and Return in Finance*. Ballinger Publishing Company.

### Avkastningen på olika tillgångar

Vilka tillgångar hushållen placerar i beror på förväntad avkastning efter skatt samt förväntad risk. Vi har beräknat den reala avkastningen före och efter skatt på aktier, obligationer och kapitalsamlingsräkning samt standardavvikelsen i denna avkastning under perioden 1950–75 (se tabell 12). Vid beräkning av avkastningen på obligationer har vi summerat direkta avkastningar och värdeförändringar på samma sätt som avkastningsberäkningar brukar göras för aktier. Den årliga förändringen i avkastningen framgår av figur 7.

Vid beräkningen har vi ansatt makromarginalskatten varje år sedan 1950.<sup>29</sup> Denna skattesats har stigit kontinuerligt i synnerhet sedan mitten av 1960-talet. Detta har bidragit till att förstärka nedgången i real avkastning efter skatt.

I figur 8 har vi ritat in en grovt uppskattad kapitalmarknadslinje, som anger hur marknaden väger avkastning mot risk. Vi har här helt enkelt sammanbundit den punkt som anger aktiernas medelförräntning och standardavvikelse<sup>30</sup> med motsvarande observation för kapitalsamlingsräkning. Man kan självfallet diskutera vad en linje som bestämts av två osäkert skattade observationer säger oss. Avkastning och spridning för obligationer tar vi ej med vid bestämning av kapitalmarknadslinjen då dessa varit föremål för olika slags regleringar och därför ej antas spegla marknadsjämvikt. Det



inses lätt att, om vi haft två ytterligare observationer (andra placeringsformer), som bägge legat på något avstånd och på samma sida om den på detta sätt skattade linjen, och vi använt konventionell regressionsteknik, så skulle regressionslinjen ha kunnat vrida sig väsentligt och detta skulle givetvis påverkat de nedan följande tolkningarna. I brist på ytterligare observationer försöker vi oss dock på en försiktig numerisk analys. Det bör också observeras att varje punkt visar den genomsnittliga avkastningen och standardavvikelsen för hela perioden 1950–75. (Bakom varje värde ligger alltså 25 observationer).

Bankplaceringen är inte helt riskfri, eftersom man dels har ränteförändringar, dels förändring i penningvärdet och skatten. Linjen skär den vertikala axeln vid  $-1,6\%$  realavkastning före skatt och  $-4,0\%$  realavkastning efter skatt. Dessa räntetal kan i termer av föregående "modell" tolkas som den riskfria räntan.<sup>31</sup>

Vi har i figuren även ritat in avkastning och spridning för obligationer. Dessa ligger under kapitalmarknadslinjen. Detta skulle kunna tolkas som att obligationer är ett underlägset placeringsalternativ. Hushållen har knap-

<sup>31</sup> Linjen i figur 8 efter skatt har ekvationen

$$r = -4,03 + 0,54 s$$

Värdet på  $\lambda = 0,5$  är marknadens pris på risk. När risken höjs från t. ex. 7,5 (linjens skärningspunkt med den horisontella axeln) till 18,0 så krävs att den förväntade avkastningen stiger med 5,7% ( $0,54 \cdot 18,0 - 0,54 \cdot 7,5$ ).

Risken kan givetvis även mätas som variansen i avkastningen. Motsvarande pris på risken blir då 2,5. Detta kan jämföras med det pris på risk i USA som av Friend och Blume skattas till omkring 2 eller högre. Se: Friend, J. och Blume, M., 1977, "The Demand for Risky Assets" i *Risk and Return in Finance*. Ballinger Publishing Company.

Figur 8 Genomsnittlig årlig real avkastning och spridning 1950–75

past heller placerat några nya pengar i vanliga obligationer. Det torde huvudsakligen vara institutioner, som varit därtill tvingade, som har köpt obligationer.

För att avkastning och spridning för kombinationer av två placeringsobjekt skall kunna beskrivas av en rät linje krävs det att ett av två placeringsobjekt är riskfritt (standardavvikelsen är noll) eller att de är perfekt positivt korrelerade. Avkastningen på aktier är inte perfekt positivt korrelerad med avkastningen på banksättningar ( $\rho = 0,87$ ). Det betyder att en kombination av dessa placeringar kan ge en något lite högre avkastning vid samma risk och således skulle vara en effektivare portfölj än de som ligger utefter den med vår mycket enkla metod skattade kapitalmarknadslinjen. Det hade varit av intresse att även pricka in andra placeringsalternativ i figur 8, t. ex. premieobligationer. Vår gissning är att dessa skulle ligga någonstans nära linjen mellan banksättning och aktier. (Observera att avkastningen gäller icke belånade tillgångar.)

Placerare med stark riskaversion sätter in större delen av sina pengar på bank medan placerare med mindre riskaversion sätter huvuddelen av sina pengar med undantag av transaktionskassan i aktier. Genom att välja en viss fördelning av sina finansiella tillgångar mellan insättning på bank och aktier kan placeraren alltid nå den kombination av avkastning och risk som han önskar. Placeraren kan också, om han har möjlighet att låna till samma ränta som gäller för kapitalsamlingsräkningen, erhålla i princip vilken kombination av avkastning och risk som helst utefter kapitalmarknadslinjen även bortom observationer för aktier.

Av hushållens balansräkning såg vi att ca 25 % av de finansiella tillgångarna var placerade i aktier och 75 % i banktillgodohavanden (om man räknat bort sedlar). Avkastningen på hushållens samlade portfölj skulle för åren 1950–75, om denna fördelning gällt under hela perioden, ha varit  $-0,22^{32}$  och risken  $s = 7,1$ . Hushållen har således haft en mycket låg realränta i kombination med en avsevärd risk.

Trots att aktier således har gett ca 8 % högre avkastning än banktillgodohavanden, har hushållens aktieinnehav minskat. Detta förklaras av att avkastningen på aktier sjunkit radikalt mellan de överlappande tioårsperioderna i tabell 12, medan risken för dessa placeringar mätt som standardavvikelse i det närmaste varit oförändrad. För placeringar i bank och obligationer har avkastningen ej alls sjunkit i samma utsträckning. Man kan vänta sig en successiv omplacering från banktillgodohavanden till aktier i det fall hushållens värderingar förändras, så att de blir mer riskbenägna. En dylik omplacering bör också bli resultatet om risken för placeringar i aktier minskas vid oförändrad avkastning. Enligt Nordhaus<sup>33</sup> har utvecklingen varit sådan i USA. Kapitalkostnaden i amerikansk industri har sänkts eftersom aktieägarna genom en mindre spridning i kapitalavkastningen varit villiga att acceptera en lägre räntabilitet. I termer av vår modell kan detta tolkas som att den effektiva portföljen flyttas efter kapitalmarknadslinjen nedåt till vänster. Då skulle priset på risk förbli oförändrat. Sänks risk och avkastning i andra proportioner medför utvecklingen även att priset på kapital ändras. Detta är dock inte det avgörande utan att man till skillnad från Sverige kompenserat en nedgång i avkastning på riskvilligt kapital genom en sänkt risk. Ett sätt att öka utbudet av riskvilligt kapital i Sverige är således att man på något vis minskar risken på placeringar i aktier.

<sup>32</sup>  $= 0,75(-2,17) + 0,25$   
(5,65).

<sup>33</sup> Nordhaus, W.D., 1974, *The Falling Share of Profits*, Brookings Papers on Economic Activity 1.

### III. Industrins finansiering från kapitalmarknaden och industrins skuldstruktur

#### *Inledning*

Vi har i ett föregående avsnitt behandlat industrins finansiella utveckling för perioden 1965–80. Såväl för den historiska perioden som för prognosperioden medförde utvecklingen en sänkt soliditet. Då relationen mellan eget och främmande kapital kan antas vara av central betydelse för företagets investeringsvilja, diskuterade vi även ett antal faktorer som påverkade företagets val av skuldsättningsgrad. Bl. a. pekade vi på att faktorer som ökar den finansiella risken inverkar negativt på företagets benägenhet att skuldsätta sig. Olika typer av krediter skiljer sig från varandra förutom vad avser själva räntenivån även genom att de har olika lånevillkor och löptid. Därför medför olika creditslag olika grader av risktagande för företagen.

Under 60-talet och början av 70-talet har det skett avsevärda institutionella förändringar på kapitalmarknaden. AP-fonden har tillkommit och fått en omfattning på den svenska kapitalmarknaden som saknar internationellt motstycke. Den höjda ambitionsnivån då det gäller de ekonomisk-politiska målsättningarna har vidare medfört att man ökat omfattningen av krediter för speciella ändamål. För att kunna ge en så fullständig bild som möjligt av de faktorer som kan ha påverkat industrins soliditetsutveckling är det angeläget att undersöka hur industrins skuldstruktur förändrats.

I denna del är därför vårt syfte att belysa vilken betydelse olika finansieringskällor på kapitalmarknaden har haft för industrin. Då nettoflödena endast består av marginella förändringar i utelöpande lånestocker vore en analys av olika creditslags relativa betydelse enbart i flödestermier missvisande. Därför kommer vi i det följande till stor del att uppehålla oss vid strukturen i industrins utelöpande kreditstockar. Vi betraktar då bruttostockarna, dvs. vi drar ej av några fordringar från skulderna eller vice versa. Detta gäller även handelsskulderna.

#### *Utvecklingen i svensk industris skuldstruktur*

Hur svensk industris skuldstruktur förändrats mellan åren 1966 och 1974 framgår av tabell 13.

Att vi valt 1966 som utgångsår beror på att det är det första år som SCB:s finansstatistik ger en någorlunda fullständig bild av industrins tillgångar och skulder. SCB:s statistik har sedan kompletterats med kapitalmarknadsdata.<sup>34</sup>

I tabellen särskiljer vi sådana krediter som mer eller mindre "automatiskt" genereras av företagets rörelseverksamhet. Dessa kräver inte förhandlingar med långivare, på samma sätt som de lån som tas upp på den organiserade kreditmarknaden, och kräver inte heller samma typ av formella säkerheter. De rörelsegenererade eller "automatiska" krediterna omfattar handelskrediter, koncernskulder, pensionsskulder samt interimistiska skulder som skatte- och löneskulder, dvs. upplupna ej betalda löner, semesterersättningar och dylikt.

Denna kategoris andel av krediterna sjönk från 1966 med ett par pro-

<sup>34</sup> Bl. a. bankföreningens kreditmarknadsstatistik och de olika finansinstituten verksamhetsberättelser.



**Tabell 13 Svensk industris skuldstruktur 1966 och 1974**  
 Utestående skuld i slutet av respektive år, miljarder kronor

	1966		1974	
	mdr kr	%	mdr kr	%
Handelskrediter	11,3	28	29,1	26
Koncernskulder	3,5	9	10,1	9
Pensionskulder	4,5	11	11,1	10
Skatteskulder	1,7	4	4,4	4
Löneskulder	1,3	3	3,9	3
Summa rörelsegenererade krediter	22,3	55	58,6	52
Kreditmarknadsskulder i Sverige	12,0	30	31,7	28
Skuld till utlandet <sup>a</sup>	1,0	2	9,1	8
Övriga skulder	5,3	13	12,9	12
<b>Totala skulder</b>	<b>40,6</b>	<b>100</b>	<b>112,3</b>	<b>100</b>

<sup>a</sup> Exkl. koncernskulder och handelskrediter till utlandet.

centenheter och var 1974 52 % av de totala skulderna.<sup>35</sup> Handelskrediter och pensionskulder har vuxit något långsammare än övriga skulder. Vi tror dock att existensen av tilläggs pensionerna och möjligheten att mot försäkringsgaranti få behålla pensionsmedel i företagen kommer att medföra att pensionskulder i framtiden kan få en ökad betydelse för industrins finansiering.

Skatteskulden, som inkluderar alla upplupna ej betalda sociala avgifter, växer också snabbt genom den stigande andel av lönen som betalas i form av sociala avgifter och arbetskraftsskatter. Även löneskulder har vuxit mycket snabbt. Dessa skulder har en kort löptid och varierar sannolikt en hel del över året, men har å andra sidan stor regelbundenhet. Sammanlagt uppgick löne- och skatteskulderna till ca 8 miljarder kr 1974 och utgjorde då oförändrat 7 % av totalen.

Industrins upplåning på den organiserade svenska kreditmarknaden har utvecklats långsammare än upplåningen totalt och andelen var 1974 28 %, vilket är ett par procentenheter lägre än den var 1966.

Vi ser också att den utländska upplåningen exklusive handels- och koncernkrediter ökat mer än dubbelt så snabbt som andra skulder, vilket innebär att andelen höjts från 2 % 1966 till 8 % 1974.

Tabell 14 visar svensk industris skulder vid utgången av respektive år 1966 och 1974 något mer uppdelade än i tabellen 13. Vi har här dessutom valt en något annorlunda gruppering för att belysa hur stor del av industrins upplåning som går via olika slags marknader.

Dessa marknader skiljer sig åt vad avser lånevillkoren, och krediterna har helt olika löptider, räntevillkor och säkerhetskrav. Vi ser att den icke organiserade svenska kreditmarknaden<sup>36</sup> svarar för den största andelen av industrins upplåning eller en tredjedel av industrins totala upplåning, vilket innebär att denna andel under perioden varit cirka 4–5 procentenheter större

<sup>35</sup> Skulderna inkluderar även lån mellan olika industriföretag. För att undersöka hur industrins skuldstruktur ser ut om man eliminerar dessa mellanhavanden, redovisar vi i appendix C skuldstrukturen för den konso- liderade svenska industrin.

<sup>36</sup> En vanlig benämning på denna är även grå marknad.

Tabell 14 Svensk industris skuldstruktur ultimo 1966 och 1974

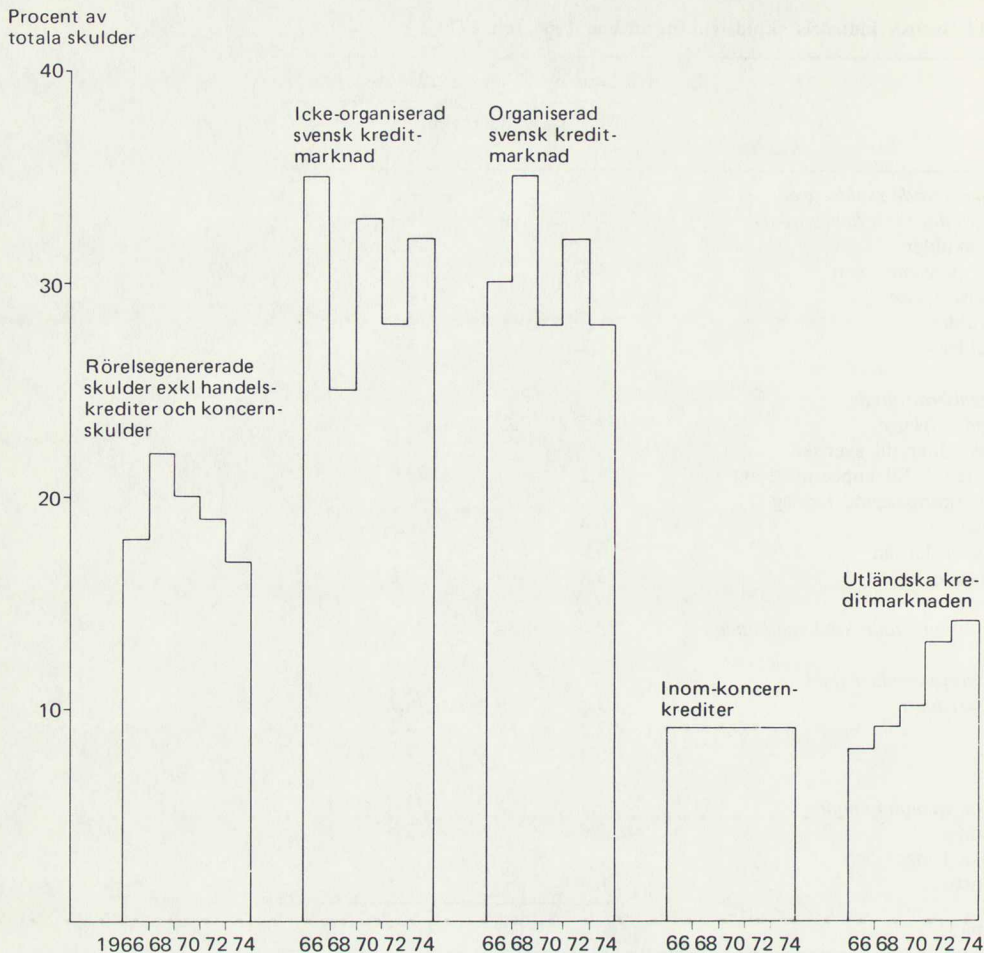
	1966		1974	
	Mdr kr	Andel %	Mdr kr	Andel %
<i>Rörelsegenererade skulder exkl.</i>				
<i>handelskrediter och koncernskulder</i>	7,5	18	19,4	17
Pensionsskulder			9,2	
Lån från pensions- och personalstiftelser	4,5		1,9	
Skatteskulder	1,7		4,4	
Löneskulder	1,3		3,9	
<i>Icke organiserad kredit-   marknad i Sverige</i>	14,5	35	35,8	32
Handelskrediter till svenska företag (exkl. till koncernföretag)	9,2		22,9	
Lån från utomstående företag i Sverige	0,6		2,3	
Övriga svenska lån	0,9		2,8	
Övrigt (saldo)	3,8		7,8	
<i>Svenska organiserade kreditmarknaden</i>	12,0	30	31,7	28
<i>Inom-koncern-krediter (inkl.   handelskrediter)</i>	3,5	9	10,1	9
Sverige	3,2		8,4	
Utlandet	0,3		1,7	
<i>Utländska kreditmarknader</i>	3,1	8	15,3	14
Obligationer	0,6		2,8	
Utländska banker och kreditinstitut	0,4		6,3	
Summa	40,6	100	112,3	100

än den svenska organiserade kreditmarknadens. Den relativa storleken av upplåningen på den icke organiserade kreditmarknaden har dock sjunkit något under perioden, från 35 % 1966 till 32 % 1974. Den i särklass viktigaste kreditformen på den icke organiserade svenska kreditmarknaden är handelskrediter till svenska företag. Dessa svarade för drygt 60 % av denna marknad och utgjorde 1974 cirka 23 miljarder kronor.

Av krediterna inom koncern, vilka till stor del utgörs av handelskrediter, ser vi att huvuddelen, 91 % 1966 och 83 % 1974, kommer från Sverige, medan endast 9 % respektive 17 % kommer från utlandet.

Den utländska kreditmarknaden svarade 1966 för 8 % av svensk industris totala skulder. 1974 hade den utländska upplåningen ökat kraftigt och svarade för 14 % av den totala upplåningen. Av detta kom 1966 32 % och 1974 59 % från den utländska organiserade kreditmarknaden, dvs. utgjordes av lån från utländska banker och kreditinstitut och obligationslån.

I figur 9 har vi även tagit med de mellanliggande åren 1968 och 1972. Diagrammet visar tydligt den utländska upplåningens ökande betydelse samt koncernskuldernas relativa konstans över tiden. Vidare visar figuren på ett



Figur 9 Svensk industris skuldstruktur 1966-1974

slående sätt att andelen skulder som kommer från den icke organiserade svenska kreditmarknaden varierar negativt med den relativa upplåningen från den organiserade svenska kreditmarknaden. Detta kan tolkas som att den icke organiserade kreditmarknaden fungerar som en buffert för företagen när utbudet på den organiserade kreditmarknaden varierar. Möjligheterna att bedriva en effektiv kreditpolitik kommer därigenom att minska.<sup>37</sup>

### Factoring och leasing

<sup>37</sup> För perioden 1950-63 kunde någon sådan buffertfunktion inte påvisas i Gunnar Eliassons studie, Eliasson, G, 1967, *Kreditmarknaden och industrins investeringar*, IUI.

För att försöka ge en mer fullständig bild av industrins finansieringssituation vill vi här även peka på förekomsten av factoring och leasing. Omfattningen av dessa två finansieringsformer har ökat snabbt sedan slutet på 60-talet.

Factoring innebär att företagen säljer sina fakturor och slipper därigenom finansiera motsvarande kreditgivning, vilket innebär ett minskat upplåningsbehov. Tabell 15 visar hur kreditvolymen för factoring inom industrin vuxit från 115,2 milj. kr 1968 till 992 milj. kr 1975. Trots den kraftiga expansionen

Tabell 15 Factoring och leasing inom industrin. (Mkr)

År	Factoring utestående krediter	Leasingobjekt till anskaffningsvärde
1968	155	64
1969	254	138
1970	288	187
1971	256	287
1972	425	359
1973	553	431
1973	942	797
1975	992	1 193

Källor: SM K 1976:12, SM Finansieringsföretagen och Finansieringsföretagens förenings årsberättelse 1975.

utgjorde denna kreditform knappt en procent av industrins totala upplåning 1974. Fortsätter ökningen med den historiska takten, innebär det dock att factoring snabbt får en sådan omfattning att den blir betydelsefull för industrins finansiering totalt och inte bara för vissa företag.

Leasing innebär att företag hyr bilar, maskiner och anläggningar i stället för att köpa dem. De hyrda anläggningarna påverkar varken aktiv- eller passivsidan i företagens balansräkningar, utan går endast in som kostnadsposter i resultaträkningarna. I det fall företagen köpt motsvarande anläggningar hade det ställt krav på en finansiering-upplåning motsvarande anläggningarnas anskaffningsvärde. Tabell 15 visar hur omfattningen av leasingobjekt till anskaffningsvärde ökat från 64 milj. kr till 1,2 miljarder kr 1975. Ökningen motsvarar ett upplåningsbehov för industrin av i genomsnitt 161 milj. kr per år. Den snabba expansionen gör det sannolikt att leasing snart kommer att utgöra ett viktigt inslag i industrins finansiering.

Även denna finansieringsform svarade 1974 mot en upplåning som var mindre än en procent av industrins totala upplåning.

Betraktar man nettoflödena av factoring och leasing i relation till andra finansieringsflöden får man en annan bild av betydelsen för industrins finansiering än den som framkommer av stockrelationerna. Flödet av factoring och leasing var 1971-75 i genomsnitt 342 milj. kr per år. Detta svarar t. ex. mot ca 7 % av nettoflödena till svensk industri från den svenska organiserade kapitalmarknaden enligt tabell 17.

### *Upplåningen på den organiserade svenska kapitalmarknaden*

I tabell 16 redovisas industrins upplåning på den organiserade svenska kapitalmarknaden. Industrins totala upplåning på denna marknad tredubblades mellan 1966 och 1975. Det framgår att affärsbankerna är de viktigaste långivarna på den organiserade kreditmarknaden, men också att deras relativa betydelse som långgivare till industrin på denna marknad minskat markant. Exkluderar man återlånen, accentueras detta ytterligare. Från att 1966 ha svarat för 47 % av industrins totala upplåning på den svenska organiserade kreditmarknaden, har andelen för affärsbankslån inklusive återlån från AP-fonden sjunkit till ca 36 % åren 1974 och 1975. Vi ser att återlånen vuxit snabbt och fått en ökad betydelse. Industrins upplåning från försäkrings-

**Tabell 16 Industrins upplåning på den svenska kreditmarknaden 1966, 1974 och 1975**

Stocken av utestående lån vid slutet av respektive år; miljarder kr

	1966		1974		1975	
	Mdr kr	%	Mdr kr	%	Mdr kr	%
Affärsbanker exkl. återlån	5,0	42	8,5	27	9,8	27
Återlån från AP-fonden	0,6	5	2,9	9	3,3 <sup>a</sup>	9
Försäkringsbolag	2,0	17	3,3	10	3,9	10
Specialinstitut	1,0	8	7,3	23	9,1	25
därav						
Lokaliseringslån	0,1		1,5		1,9	
Investeringsbanken	0,0		1,7		2,2	
Industri- och Företagskredit	0,4		2,2		2,6	
Exportkredit	0,3		1,6		2,0	
Statens hantverks- och industrilånefond m. m.	0,2		0,3		0,4	
Övriga institut	0,1	1	1,2	4	0,9	2
Obligationer (sv)	3,3	27	8,5	27	9,9	27
Summa lån	12,0	100	31,7	100	36,9	100

<sup>a</sup> Antas att industrins andel av totala återlånen är densamma som 1974, dvs. 68 %. Totala återlånen ökade 600 mkr 1974–1975.

bolagen har däremot minskat i betydelse. Den fördubblades visserligen mellan 1966 och 1975, men detta innebär ändå en sänkning av andelen från 17 till 10 %.

Ett särskilt markant drag i utvecklingen är expansionen av olika slags specialkrediter. Det är en sådan utlåning som kommer från statliga eller halvstatliga kreditinstitut eller institutioner. Hit hör lokaliseringsslånen, Investeringsbanken, Industri- och Företagskredit, Exportkredit, Statens hantverks- och industrilånefond, Norrlandsfonden och en del obetydliga kreditkällor. Dessas andel av industrins upplåning på den organiserade svenska kreditmarknaden har vuxit från 8 % 1966 till 25 % 1975. Den utestående stocken av dylika specialkrediter var vid slutet av 1975 drygt 9 miljarder kr, vilket i det närmaste är lika mycket som industrin lånar från bankerna om man exkluderar återlånen.

Under hela den beskrivna perioden har de svenska obligationslånen haft en stor betydelse mätt med deras andel för industrins totala finansiering. Den utestående stocken ökade från drygt 3 miljarder år 1966 till närmare 10 miljarder kr 1975. Obligationslånen andel på den organiserade svenska kreditmarknaden utgjorde under perioden 1965–74 oförändrat 27 %.<sup>38</sup>

Tabell 17 visar nettoflödena till industrin från den organiserade svenska kapitalmarknaden under femårsperioden 1971–75. I tabellen inkluderar vi även nyemissioner av aktier, som betalats kontant av andra än industriföretag och samtliga bidrag av olika slag till industrin. En väsentlig del av industrins totala nyemissioner tecknas av industriföretag och då inte minst av moderbolag i koncerner. Nyemissionerna i tabellen har således minskats med denna del.

Totalt har det genomsnittliga årliga nettoflödet från den svenska orga-

<sup>38</sup> Före 1965 och speciellt under 50-talet var obligationernas andel av industrins totala finansiering avsevärt lägre.

Se Eliasson, G., 1967, *Kreditmarknaden och industrins investeringar*, IUI.

**Tabell 17 Nettoflöden av kapital från den svenska organiserade kapitalmarknaden till svensk industri 1971-75**

Årligt genomsnitt i mkr

	Mkr	%
Affärsbankslån exkl. återlån	900	19
Återlån från AP-fonden	350	8
Försäkringsbolag	310	7
Specialinstitut	1 200	26
Obligationer och förlagslån (nettoökning i utestående stock)	860	18
Övriga kreditinstitut	110	2
Nyemissioner (kontant betalda)	510	11
Statliga bidrag <sup>a</sup>	440	9
Summa	4 680	100

<sup>a</sup> Denna post omfattar olika regionalekonomiska medel, exportstöd, bidrag till energibesparande och miljövårdande åtgärder m. m.

niserade kapitalmarknaden varit cirka 4,7 miljarder kr för perioden 1971-75. Vi ser att flödesanalysen understryker den stora betydelse de olika typerna av mer eller mindre statliga specialinstitut haft för industrins kapitalförsörjning under denna period. Dessa svarade tillsammans för 26 % av nettoflödena till industrin från den organiserade svenska kapitalmarknaden. Därtill kommer de rena bidragen från staten, vilka svarade för 9 % av flödena. Vidare framgår affärsbankernas stora betydelse för industrins finansiering och att de inklusive återlånen svarade för 27 %. Likaså framgår även av flödena från kapitalmarknaden att obligationslånen utgör en viktig del av kapitaltillförseln.

Av tabell 17 framgår även att nyemissionerna endast svarat för 11 % av industrins externa kapitaltillförsel. Aktiemarknaden spelar dock stor roll eftersom det åtminstone i teorin är via den företagsledningarna får information om aktieägarnas förräntningskrav, vilket i sin tur påverkar företagets utdelningspolitik.

### *Skuldstrukturen hos företag i olika storleksklasser*

Skuldstrukturen hos företag av olika storlek skiljer sig, eftersom de ej har samma tillgång till olika delar av kapitalmarknaden.

För att belysa detta har vi försökt att dela upp industrins skulder vid utgången av år 1974 på företag i olika storleksklasser. En sådan uppdelning innebär vissa statistiska svårigheter, varför tolkningen bör ske med viss försiktighet. Vi tror dock att den uppdelning som redovisas i tabell 18 ger en tämligen korrekt bild av skuldstrukturen hos företag i olika storleksklasser. Vi har valt att dela in företagen i tre klasser med mindre än 200, 200-999 respektive med minst 1000 anställda.

Av tabellen framgår att de rörelsegenererade skulderna exklusive handelskrediterna betyder relativt mer för de större företagen. Handelskrediterna däremot betyder mest för de minsta företagen och svarade för 28 % av deras totala skulder. Motsvarande andel för de största företagen var ca 18 %.

Tabell 18 Skuldstrukturen hos industriföretag i olika storleksklasser 1974

I = <200 anställda  
 II = 200-999 anställda  
 III = >1000 anställda

	Storleksgrupp						Summa Mdr kr
	I		II		III		
	Mdr kr	%	Mdr kr	%	Mdr kr	%	
<i>Rörelsegenererade skulder<sup>a</sup> exkl. handelskrediter och koncernskulder</i>	3,3	14	3,1	16	13,0	19	19,4
<i>Icke organiserad svensk kreditmarknad</i>	9,6	41	5,5	29	20,7	29	35,8
därav							
handelskrediter	6,5		3,6		12,8		22,9
övriga lån	3,1		1,9		7,9		12,9
<i>Svenska organiserade kreditmarknaden</i>	7,4	32	5,7	30	18,6	27	31,7
därav							
affärsbanker inkl. återlån	3,5		2,8		5,1		11,4
obligationer	0,3		0,9		7,3		8,5
övrigt	3,6		2,0		6,2		11,8
<i>Koncernskulder</i>	2,0	9	3,0	16	5,1	7	10,1
därav							
Sverige	1,6		2,5		4,3		8,4
utlandet	0,4		0,5		0,8		1,7
<i>Utlandet</i>	0,9	4	1,6	9	12,8	18	15,3
därav							
handelskrediter	0,3		0,8		5,1		6,2
obligationer	-		0,5		2,3		2,8
kreditinstitutioner	0,6		0,3		5,4		6,3
<b>Totalt</b>	<b>23,2</b>	<b>100</b>	<b>18,9</b>	<b>100</b>	<b>70,2</b>	<b>100</b>	<b>112,3</b>

<sup>a</sup> Pensionsskulder och interimistiska skulder som skatte- och löneskulder, dvs. upplupna ej betalda löner, semesterersättningar o. dyl.

Källa: Bearbetning av SCB:s finansstatistik och Svenska Bankföreningens kapitalmarknadsstatistik.

Detta gäller också den sammanlagda upplåningen på den icke organiserade eller s. k. grå marknaden, där "grå krediter" betyder mest för företagen i den minsta storleksgruppen. Vi ser att den icke organiserade marknaden är den i särklass viktigaste kreditkällan för dessa företag, och svarade för drygt 40 % av deras totala upplåning. Även för de bägge större storleksklasserna kommer en stor andel, närmare 30 % av skulderna från denna marknad. För företag med minst 1000 anställda utgjorde den icke organiserade kreditmarknaden t. o. m. den viktigaste enskilda, externa finansieringskällan.

Vidare framgår av tabell 18 att den relativa betydelsen av upplåningen totalt från den organiserade svenska kreditmarknaden är större för de mindre företagen. Betraktar vi de olika källorna på denna marknad finner vi att detta gäller även för affärsbankslånen. Dessas andel av de totala skulderna var ca 15 % för de minsta företagen, medan motsvarande andel i den största gruppen endast var ca 7 %. Exkluderar man återlånen blir skillnaden ännu större.

Vi ser även att obligationslånens betydelse för de minsta företagen däremot är ringa. Drygt 85 % av de svenska obligationslånen finns hos företag med minst 1000 anställda. Trots detta svarar de för ca 5 % av den totala upplåningen i den mellersta storleksgruppen.

Upplåningen från utlandet finner vi till största delen hos företagen med minst 1000 anställda. Dessa svarade för ca 84 % av industrins totala utländska skulder. Även då det gäller de utländska obligationslånen dominerar självfallet de största företagen. I denna storleksgrupp svarade också utlandsskulderna för närmare en femtedel av den totala upplåningen.

### *Sammanfattning av industrins externa kapitalförsörjning*

Sammanfattningsvis vill vi peka på några viktiga drag i industrins externa finansiering.

Vi har sett att det sedan mitten av 1960-talet skett stora förändringar i avseende på de utnyttjade kapitalkällorna. En central faktor bakom dessa förändringar har varit AP-fondens tillväxt och behovet av att finna kanaler för att slussa dessa medel tillbaka till industrin. Detta har inneburit att en mängd olika mellanhandsinstitut med speciella syften tillkommit. Vidare har industrin beretts ett relativt stort utrymme på obligationsmarknaden.

Ett intressant drag i industrins externa kapitalförsörjning är att en tredjedel av upplåningen sker på den icke organiserade svenska marknaden och över hälften är rörelsegenererade skulder som företagen ej behöver förhandla om. I kombination med en växande upplåning i utlandet bör detta ha medfört att kreditregleringar och kreditpolitik via den organiserade svenska kreditmarknaden kommit att få en relativt minskande potentiell inverkan på industrins finansieringssituation. Detta gäller om man bortser från den särskilda betydelse som den ökande andelen av specialkrediter har. Dessa innehåller t. ex. ofta någon form av subventioner.

Finansieringsmönstret skiljer sig avsevärt mellan företag i olika storleksklasser. Den svenska organiserade kreditmarknaden exklusive obligationsmarknaden och den grå kreditmarknaden betyder mest för de små företagen, medan den utländska upplåningen betyder mest för de större företagen. Obligationslånen finner vi till en dominerande del hos företag med minst 1000 anställda.

Avslutningsvis skall pekas på att specialkrediterna, och då i synnerhet den direkta statliga utlåningen, normalt har tillkommit som ett medel att uppnå speciella mål – t. ex. inom regional- och arbetsmarknadspolitiken eller att främja exporten – och knappast syftat till att i första hand effektivisera marknadsfunktionen på kapitalmarknaden. Förändringar på kapitalmarknaden har därför delvis återspeglat de ekonomisk-politiska ambitionerna på en rad områden.



#### IV. Svensk industris utlandsverksamhet och den internationella kapitalmarknaden

Som tidigare framgått har svensk industri ökat sin upplåning i utlandet kraftigt sedan mitten av 1960-talet, och 1974 svarade utländska upplåningen för ca 15 % av industrins totala skulder. Bakom denna utveckling ligger den omsvängning i den ekonomiska politiken som skedde under 1960-talets andra hälft. Tidigare gavs svenska företag mycket begränsade möjligheter att låna utomlands, men bl. a. som följd av den försvagning av handelsbalansen som inträffade liberaliserades reglerna för industrins utländska upplåning. År 1969 fick riksbanken ökade möjligheter att kontrollera direktinvesteringarna. Man krävde en ökad utlandsfinansiering av dessa och stimulerade den utländska upplåningen. Efter 1974 har riksbanken som följd av de stora underskotten i handelsbalansen som oljeprisstegringen medfört, aktivt drivit fram en omfattande utländsk upplåning.

Den svenska industrins internationella upplåning hänger nära samman med svensk industris utländska investeringar och utländska företags investeringar i Sverige. Den internationella upplåningen fram till 1972 gjordes nästan uteslutande för att finansiera investeringar utomlands. Detta var ofta förutsättningen för att erhålla tillstånd från riksbanken.

Finansieringsanalysen i det föregående har avsett svensk industri, dvs. industrin i Sverige, och inkluderar således inte svenska företags utländska dotter- och koncernföretag. Däremot ingår utländska företags dotterbolag i Sverige. För att förstå förändringarna i svensk industris finansieringsstruktur måste man emellertid också kartlägga ökningen i koncernernas utländska tillgångar och de finansiella flödena mellan utländska och svenska koncernbolag.

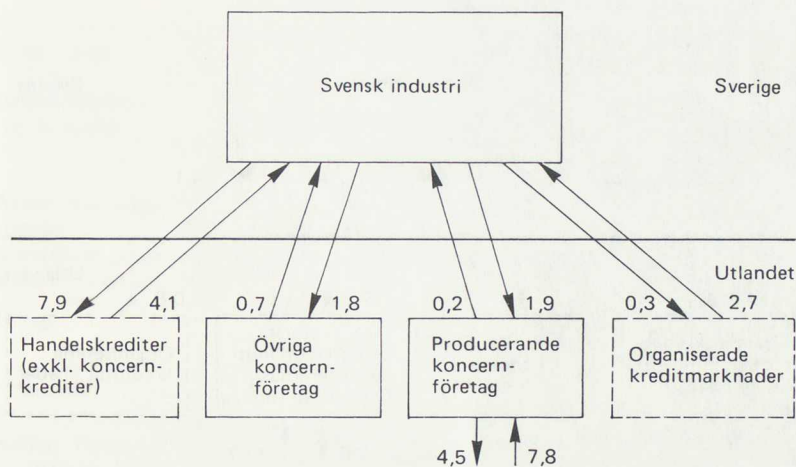
En sådan omfattande statistik som krävs för denna typ av undersökning har vi tyvärr för närvarande endast för perioden 1965–70. Dessutom har vi för 1975 utförliga uppgifter för de 20 största utlandsinvesteringande industriföretagen, mätt med antalet anställda i utlandet. I det följande presenterar vi därför en analys som till stor del bygger på tillgängliga data för 1965–70 som insamlats för IUI:s pågående kartläggning av multinationella företag.

I figur 10 åskådliggörs utestående lån och fordringar mellan svensk industri och utlandet i slutet av 1970. För att kunna göra en sådan redovisning har vi utnyttjat SCB:s statistik över företagens utländska skulder och tillgångar, SCB:s finansstatistik och IUI:s uppgifter om de utlandsinvesteringande industriföretagen. De senare uppgifterna finns för närvarande endast tillgängliga för åren 1965, 1969 och 1970.

Av figur 10 ser man att svensk industri hade en nettoutlåning till sina utländska producerande dotterbolag på 1,7 (1,9–0,2) mdr kronor. De svensk-ägda producerande utlandsbolagens utländska nettoupplåning (finansiella tillgångar minus utländska lån) uppgick till 3,3 mdr kronor (7,8–4,5). De utländska dotterbolagen finansierade således 1970 sina reala tillgångar med 1,7 mdr kr från Sverige och 3,3 mdr kr från utlandet.

I gruppen övriga koncernföretag ingår både svenska företags utländska dotterbolag och utländska moderbolag, som har finansiella transaktioner med sina dotterbolag i Sverige. Fordran på svensk industri på 0,7 mdr kr hänförs sig till den senare kategorin.

Miljarder kronor



Figur 10 Svensk industris skulder och fordringar gentemot utlandet i slutet av år 1970. Miljarder kronor

Anm: Pilarnas spets anger låntagaren.

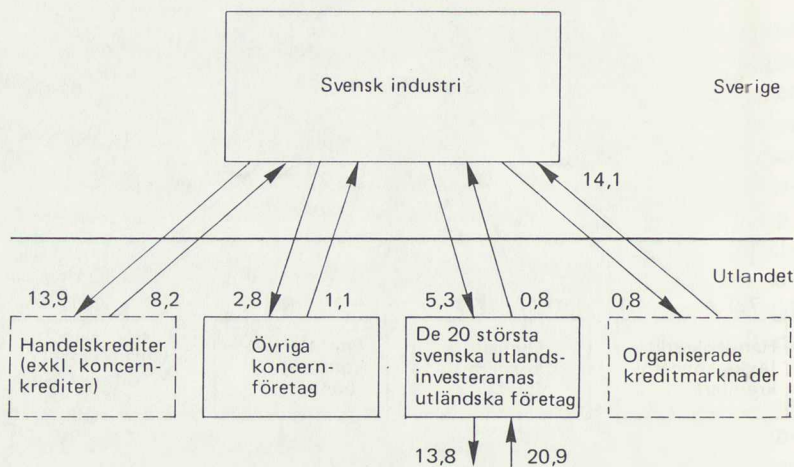
Svensk industris utestående handelskrediter till utlandet uppgick 1970 till 7,9 mdr kr, medan handelskrediter från utlandet uppgick till 4,1. Svensk industri ökade mellan 1966 och 1970 nettofordran på utlandet ifråga om handelskrediter från 1,9 till 3,8 mdr kr.

Svensk industris upplåning på den utländska organiserade kapitalmarknaden uppgick ännu 1970 till ett betydligt mindre belopp (2,7 mdr kr) än nettot av handelskrediter och var också mindre än nettoutlåningen till de utländska koncernföretagen.

Figur 11 visar hur svensk industris ställning gentemot utlandet utvecklats till slutet av år 1975. Nettofordringarna i handelskrediter (exklusive koncernmellanhavanden) mot utlandet hade då vuxit till 5,7 miljarder kronor. De utländska dotterbolagen till de 20 största utlandsinvesteringarna inom industrin hade endast en femtedel av sina utestående skulder eller 5,3 miljarder kronor till svenska koncernbolag, medan huvuddelen av upplåningen eller 20,9 miljarder skett på andra, främst utländska marknader. Dessa utlandsföretags utestående fordringar var i slutet av 1975 14,6 miljarder kronor, varav endast 0,8 miljarder kronor gällde svenska koncernföretag. Detta ger oss också att de utländska bolagen i de 20 koncernerna hade en netto-upplåning från Sverige, som var 4,5 miljarder kronor i slutet av 1975. Vi ser vidare att svensk industris nettoupplåning från utländska organiserade kreditmarknader ökat kraftigt från 2,4 miljarder kronor 1970 till 13,3 miljarder kronor 1975. Därav svarade de 20 koncernerna för 38 % eller 5,1 miljarder kronor. Upplåningen från den utländska organiserade kapitalmarknaden i de 20 koncernernas svenska bolag 1975 var således av den storleken att den mer än väl räckte för att finansiera dessas utlåning till de utländska koncernföretagen.

Utöver de här i figurerna 10 och 11 redovisade fordringarna och skulderna gentemot utlandet har svensk industri ett betydande eget kapital investerat

Miljarder kronor



Figur 11 Svensk industris skulder och tillgångar gentemot utlandet i slutet av år 1975. Miljarder kronor

Anm: Pilarnas spets anger låntagaren.

Källor: SM F 1977:9 och SMF 1977:10.

i utlandet, samtidigt som en del av det egna kapitalet i svensk industri är utlandsägt. År 1970 uppgick det bokförda värdet av det egna beskattade kapitalet till 5,6 miljarder kronor i svenskägda producerande dotterbolag i utlandet. Det i svensk industris balansräkningar upptagna värdet på aktier och obligationer i utländska företag uppgick till 3,3 miljarder kronor. Detta är betydligt lägre än det bokförda värdet av det egna kapitalet i utländska koncernbolag och minoritetsintressen. För de 20 största utlandsinvesteringarna var år 1975 det bokförda värdet av aktierna i de utländska dotterbolagen 4,9 miljarder kronor, medan det redovisade värdet på det egna kapitalet i de utländska bolagen uppgick till det dubbla, eller 9,8 miljarder kronor. Totalt utgjorde det bokförda värdet på aktier i utländska dotterbolag 5,3 miljarder kronor inom den svenska industrin 1975. Att aktievärdet i de svenska moderbolagens balansräkning är så lågt upptaget beror främst på att man underlåter att skriva upp värdet i takt med att det egna kapitalet växer i de utländska dotterbolagen genom vinstnedplöjning.

I tabell 19 har vi sammanfattat informationen i figurerna 10 och 11 och lagt till det bokförda värdet av aktierna i utländska företag samt ett ungefärligt övervärde som finns i de utländska aktierna. Därav framgår att svensk industri hade betydande nettotillgångar i utlandet. Med tillägg av det uppskattade övervärdet på aktierna i utlandet stiger saldot sannolikt till omkring 10 miljarder kronor 1970 för att sedan sjunka till ca 9 miljarder kronor 1975 på grund av den kraftiga expansionen av den utländska upplåningen. Detta saldo representerar svensk industris nettotillgångar i utlandet. Mellan 1966 och 1975 har vi beräknat att detta saldo ökade med 3,3 miljarder kronor.

**Tabell 19 Utländska tillgångar och skulder i svensk industris balansräkningar 1966, 1970 och 1975. Miljarder kronor**

	1966	1970	1975		1966	1970	1975
Kassa, bank	0,1	0,1	0,2	Handelskrediter (ej koncern)	2,1	4,1	8,2
Handelskrediter (ej koncern)	4,1	7,8	13,9	Lån på ut- ländska organi- serade kredit- marknader	1,3	2,7	14,1
Aktier och obliga- tioner (övervärde på aktier)	1,3 (2,1)	3,3 (2,7)	5,3 (5,2)				
Koncernfordringar	1,8	3,7	8,3	Koncernskulder	0,3	0,8	1,9
Övrigt	0,3	0,4	0,6	Saldo	3,7 (6,0)	7,7 (10,2)	24,2 (9,3)
Summa	9,7	17,9	33,5	Summa	9,7	17,9	33,5

Källor: Finansstatistiken och Företagens utländska tillgångar och skulder SM N 1973:37, SM F 1977:9.

### *Finansiering av svensk industris utlandsinvesteringar*

Nästa steg i analysen är att studera hur den svenska industrin har finansierat ökningen i sina utländska tillgångar. I tabell 20 har vi försökt att göra en sådan finansieringsanalys. Tillgångarna i de utländska producerande dotterbolagen har ökat med ca 6,6 mdr kr. Det bör observeras att detta är ökningen av balansomslutningen exkl. dolda reserver. Vanligen brukar man i svenskt investerat kapital i utlandet endast inkludera ökningen i eget kapital (kvarhållen vinst + aktieköp) och långa lån från moderbolaget, vilket uppgick till 2,3 mdr kr åren 1967–1970 enligt uppskattningarna i tabell 20. Här tar vi med hela ökningen av tillgångarna i de utlandsproducerande dotterföretagen.

Den väsentliga skillnaden mellan det här använda måttet på kapital investerat i utlandet och den sedvanliga definitionen på svenskt investerat kapital i utlandet är att den andel av ökningen i de svenskägda utlandstillgångarna som finansierats genom lån utomlands inte ingår i det senare begreppet. Som framgår av tabell 20 har över hälften av ökningen i de utländska tillgångarna finansierats utomlands ( $3,8/6,6 = 0,58$ ). Återstoden har finansierats genom svenska direktinvesteringar, dvs. sådana poster som går via den svenska betalningsbalansen samt korta lån från moderbolagen, vilka i huvudsak består av handelskrediter.

Begreppet direktinvestering är ett finansieringsbegrepp som anger hur mycket av den långa finansieringen som kommer från moderlandet. Det säger inget om de utländska företagens totala investeringar i finansiella och reala tillgångar. En ökning i direktinvesteringarna behöver därför inte vara förenad med en ökning i totala tillgångarna i svenska koncernföretag i utlandet eller vice versa.

Företagens finansieringsstrategi är – av ett antal fall att döma – att söka

finansiera så stor del av sina utlandsinvesteringar som möjligt utomlands. Detta har också varit riksbankens önskemål. Eftersom de utländska dotterbolagen dock ofta har en begränsad egen kreditvärdighet måste moderbolagen tillföra nytt aktiekapital eller ge lån. Moderbolagen kan också ibland nöja sig med att gå i borgen. Hur stor del av de utländska företagens egna upplåning utomlands som har moderföretagets borgen känner vi inte.

**Tabell 20 Finansieringsanalys för svensk industris utländska producerande dotterbolag 1966–1970**

Miljarder kronor, uppskattade värden

<i>Ökning av tillgångar:</i>	
Korta o. långa fordringar	
mot icke-koncernföretag	2,5
Övriga tillgångar	4,1
Summa ökning av tillgångar	6,6
<i>Tillförda medel</i>	
Vinst efter avskrivningar o. finansiella	
kostnader o. intäkter	2,9
– Skatter	1,2
= Nettovinst (efter skatt, före bokslutsdispositioner)	1,7
– Utdelning	0,8
= Kvarhållen vinst	0,9
Ökning av skulder till svenskt koncernföretag, långa	0,4
(netto) korta	0,5
Ökning av utländsk upplåning	3,8
Nyteckning och aktieköp	1,0
Summa tillförda medel	6,6

Källa: Uppgifterna är sammanställda från det enkätmaterial som insamlades vid IUI för svensk industris utländska producerande dotterbolag, av Birgitta Swedenborg och Eva Thiel för åren 1965, 1969 och 1970. Enkätundersökningens huvudresultat har publicerats i boken: *Den svenska industrins investeringar utomlands*, B. Swedenborg, IUI 1973.

Uppgifterna om tillgångarnas och skuldernas förändring mellan 1965 och 1970 återfinns i tabellerna 13, 17 och 28. Utdelningarnas nivå anges på sid 80–81. Vinstnivåerna 1965 och 1970 i kr finns i Appendix A, av Eva Thiel. För uppskattning av stock-differenser mellan slutet av år 1966 och 1970 har primärmaterialiet bearbetats.

#### *Kommentar till tabell 20*

Med hänsyn till att vi önskat få jämförbarhet med annan statistik har vi försökt göra finansieringsanalyser för fyraårsperioden 1967–1970. Vi har för den skull sökt skatta nivån på tillgångar och skulder vid utgången av 1966 genom att interpolera mellan värden i slutet av 1965 och 1969. Vinst- och utdelningsflödena har för 1967 och 1968 antagits ligga på samma nivå som 1965. Detta är en försiktig bedömning, som motiverats av att 1967 och 1968 var lågkonjunkturår.

*Tillgångarna* avser bokförda värden. Den eftersträlvade värderingen är anskaffningsvärden efter planenliga avskrivningar. Om obeskattade reserver ökat genom lager-nedskrivning eller överavskrivning kommer den angivna ökningen att underskatta den faktiska ökningen i tillgångarna. Vi har förutsatt en viss ökning i de dolda reserverna.

Tillgångarna har ökat genom investeringar i genomgående företag, genom köp av nya företag minus försäljning, genom att tidigare minoritetsägda företag eller försäljningsbolag under perioden blivit producerande koncernföretag, varvid tillgångarna ökar med hela balansomslutningen. Det sistnämnda ger en överskattning av ökningen i tillgångarna under perioden. Å andra sidan ingår inga direktinvesteringar i försäljningsbolag eller minoritetsintressen under perioden.

*Vinsten* är beräknad efter bokföringsmässiga avskrivningar. Dessa har i genomsnitt under perioden 1965–1970 uppgått till 12,8 % av det bokförda värdet av de fasta anläggningstillgångarna. Detta tyder inte på att någon stor skillnad föreligger mellan bokföringsmässiga och planenliga avskrivningar.

*Skatterna* utgör i genomsnitt ca 41 % av beräknad vinst före bokslutsdispositioner.

*Utdelningens* andel av nettovinsten utgör knappt 50 % och är densamma som gällde i genomsnitt för de tre åren 1965, 1969 och 1970. Ca 75 % av utdelningen remitteras till Sverige, resten går till minoritetsintressen och till utdelningsskatt i vissa länder. Ca 0,1 mrd kr avser kostnadsräntor till moderbolaget och har dragits av vid beräkning av nettovinsten.

*Nyteckning och aktieköp* har framkommit som ett saldo. Totalt skulle det egna kapitalet ha ökat med  $1,0 + 0,9 = 1,9$  mdr kronor enligt våra överslagsberäkningar.

*Direkta investeringar* definieras som summan av kvarhållna vinstmedel, långa lån till dotterbolag och aktieköp och nyteckningar. Totala direktinvesteringar i dotterbolag skulle enligt de uppskattade värdena i tabellen uppgå till  $1,9 + 0,4 = 2,3$  mdr kr. För en diskussion om hur denna skattning av utländska direktinvesteringar förhåller sig till de under perioden av riksbanken lämnade tillstånden till direktinvesteringar, se Appendix B, Swedenborg, 1973, tabell B1 och B3. Det bör särskilt påpekas att tillstånden till direktinvesteringar anges brutto. Från dessa skall amorteringar och försäljning av aktier dras.

Av finansieringsanalysen i tabell 20 framgår att ökningen i eget kapital uppgick till 1,9 mdr kronor. Detta motsvarar en marginell soliditet på ca 30 %, vilket ungefär motsvarar den vi kunnat konstatera för svensk industri som helhet under den studerade perioden. Om de långa lånen från moderbolagen skulle betraktas som ersättning för aktiekapital blir soliditetsrelationen 35 %.

Långa lån till dotterbolag i utlandet kan ses som ett alternativ till tillskott av eget kapital. Långa lån utgör dock en markant liten del av ökningen i eget kapital ( $0,5/1,9 = 0,26$ ). Det finns flera slag av överväganden som kan göras vid valet mellan att tillföra eget kapital eller att finansiera utlandsinvesteringarna med långa lån. Finansiering med långa lån har fördelen att dessa kan återbetalas till moderbolaget när det utländska dotterbolaget genererar tillräckligt med egna vinster. Det kan i vissa fall vara lättare att återbetala lån än att återremittera vinsten genom utdelningar.

Finansieringssättet påverkas också av beskattningens utformning. Räntekostnaden är avdragsgill för det utländska dotterbolaget och beskattas i moderlandet (investerarlandet), medan vinsten på eget kapital beskattas i mottagarlandet (det land som investeringarna görs i). Om skattesatsen i moderlandet (investerarlandet) är lägre än i mottagarlandet (det land investeringen görs i) kan det finnas ett argument för att finansiera utlandsinvesteringen med lån istället för med eget kapital. Som visas i tabell 20 var skatteprocenten för perioden 1966–70 i utlandet ungefär lika hög som den effektiva skatteprocenten i Sverige.<sup>38</sup> Det synes därför inte ha funnits några skattetekniska skäl att föredra den ena eller den andra finansierings-

<sup>38</sup> Med effektiv skatteprocent avser vi här faktisk skatt + beräknad skatt på förändringen i de obeskattade reserverna i relation till en beräknad vinst före skatt.

formen. Om företagen ökar sin internationella upplåning för att finansiera lån till utländska dotterbolag kommer det att registreras först som kapitalimport, sedan som kapitalexport. Moderbolaget får en fordran på dotterbolaget som svarar mot den utländska upplåningen. Om de utländska dotterbolagen lånar själva förs inte transaktionerna över moderbolagets balansräkning. Denna form av bankverksamhet gentemot dotterbolagen som moderbolaget bedriver tenderar att sänka dess soliditet.

På tillgångssidan i svensk industris balansräkning uppkommer dels finansiella fordringar – handelskrediter, medel inestående i utländska kreditinstitut och lån till utländska dotterbolag – dels anläggningstillgångar i form av innehav av aktier i utländska dotterbolag och minoritetsintressen. Dessa aktier värderas emellertid, som påpekades ovan, betydligt lägre än det egna kapitalet som de utländska dotterbolagen och minoritetsintressena redovisar. Detta betyder att man rent bokföringsmässigt skulle få en ökning av soliditeten i svensk industri om man justerar för dolda reserver i utländska aktier.

Under perioden 1966–70 ökade för svensk industri det bokförda värdet av utländska aktier och obligationer med 2 mdr kronor (se tabell 19). Ökningen i innehavet av utländska obligationer torde vara liten. Däremot ingår ökningen av aktieinnehavet i utländska minoritetsintressen. Enligt Swedenborgs undersökning ökade detta aktiekapital med 300 miljoner mellan 1965 och 1970. Ökningen av aktier i utländska producerande dotterbolag skulle således vara av storleksordningen 1,5 mdr kr. Detta är något mindre än den ökning i eget kapital som beräknats i tabell 20. Även om således aktierna är starkt undervärderade jämfört med det egna kapitalet i de utländska dotterbolagen är skillnaden i förändringen under den observerade fyraårsperioden relativt måttlig.

Vi har dessvärre för närvarande ej motsvarande flödesdata tillgängliga för perioden efter 1970. Ett undantag utgör dock 1975 för vilket vi har uppgifter om finansieringen i de utländska företagen för de 20 största utlandsinvesteringarna inom industrin. Då uppgifterna endast avser ett enstaka år kan de dock vara starkt påverkade av speciella förhållanden som rådde just det året och som vi inte känner. Man måste därför iaktta försiktighet vid tolkningen.

De utländska dotterbolagen klarade 1975 sin finansiering till största delen genom att öka upplåningen på den utländska kapitalmarknaden. Av tabell 21 framgår att av de totalt tillförda medlen utgjordes drygt 65 % av en ökad utländsk upplåning, medan 22 % var nedplöjda vinstmedel (brutto). Nettouplåningen från svenska koncernbolag ökade endast obetydligt. De svenska moderbolagen tillförde dock de utländska företagen 0,8 miljarder kronor i form av nyemissionsmedel, vilket svarar mot ca 11 % av utlandsföretagens kapitalanvändning brutto och 18 % netto. Vi ser vidare att en dryg tredjedel av kapitaltillförseln används för att öka varulagren 1975. Nettoinvesteringen i materiella anläggningstillgångar utgjorde endast 0,2 miljarder kronor.

Utvecklingen under 1975 medförde att soliditeten i dessa koncerners utländska bolag sjönk och utgjorde i slutet av året ca 26 %, mätt som eget kapital inklusive halva det obeskattade kapitalet i lagerreserv och inves-

**Tabell 21 Finansieringsanalys för den utländska koncerndelen av de 20 största utlandsinvesteringarna inom svensk industri 1975**

Miljarder kronor

<i>Tillförda medel</i>	
1. Bruttoöverskott	4,2
varav avskrivningar	2,9
nettoöverskott	1,3
2. Finansiellt netto	-1,1
3. Skatter	1,0
4. Utdelning till svenska koncernföretag	0,5
5. Från rörelsen (= 1+2-3-4)	1,6
6. Ökning av skulder till svenska koncernföretag (netto)	0,1
7. Ökning av övriga skulder (främst utlandet)	4,8
8. Nyemission till svenska koncernföretag	0,8
9. Totalt tillförda medel (= 5+6+7+8)	7,3
<i>Använda medel</i>	
10. Ökning av finansiella tillgångar	1,7
11. Ökning av varulager	2,5
12. Investering i materiella anläggningstillgångar	3,1
varav återinvesteringar (= avskrivningar)	2,9
nettoinvestering	0,2
13. Totalt använda medel (= 10+11+12)	7,3

Källa: SM F 1977:10.

teringsfonder. För de svenska koncernföretagen ger motsvarande mått en avsevärt högre soliditet eller 33 %.<sup>39</sup>

Som framgått av finansieringsanalysen i det föregående är soliditeten relativt låg i de utländska dotterbolagen. För att klara upplåningen i utlandet kan det i ett läge med hårdare kreditbedömningsnormer krävas en ökad insats av eget kapital eller lån från moderbolagen. Internationell upplåning i de svenska moderbolagen kan därför i viss utsträckning komma att ersätta de utländska dotterbolagens egen upplåning. Den fortsatt höga nivån på utlandsinvesteringar enligt riksbankens tillstånd till direktinvesteringar kan av allt att döma sammanhånga med en sådan omläggning av finansieringsmönstret.

Sammanfattningsvis torde den starka ökningen i svensk industris internationella upplåning ha lett till en minskad kapitlexport. Det är däremot tveksamt om svensk industri därigenom blivit en nettoimportör av kapital. Det förefaller som det föreligger ett relativt starkt samband mellan utländsk upplåning och ökning av utländska tillgångar. Trots den mycket kraftiga utländska upplåningen som skett under tidigare delen av 70-talet och då främst under 1974 hade den svenska industrin en nettofordran på utlandet vid 1974 års utgång som, även om man på tillgångssidan ej inkluderar aktier

<sup>39</sup> Det kan förefalla märkligt att de utländska koncernbolagen ej har svårigheter att låna, när soliditeten är så låg jämfört med den i de svenska företagen. En förklaring kan vara att de svenska skattereglerna ger stora möjligheter att skapa obeskattade lagerreserver. Mäter vi i stället soliditeten som enbart redovisat eget kapital i förhållande till det totala kapitalet finner vi att soliditeten i de utländska koncernbolagen är något högre än i de svenska.



i utländska dotterbolag, uppgick till ca 6 miljarder kronor. Utvecklingen under 1975 innebär dock att denna fordran ändrades till en nettoskuld på en dryg miljard kronor. Inkluderar man aktierna ger det att industrin har nettotillgångar i utlandet och dessa har trots nedgången under 1975 ökat med ca 5 % per år i genomsnitt mellan 1966 och 1975.

## Appendix A. Real och nominell räntabilitet inom svensk industri

De flesta räntabilitetsmått som används är en blandning av real och nominell räntabilitet. Vi skall i detta avsnitt beräkna renodlade reala och nominella avkastningsmått. För att också de läsare som ej vill gå igenom den mer formella framställningen skall kunna tolka tabellen har de olika räntabilitetsmåten även definierats i anslutning till tabell 22.

Den reala nettovinsten är företagets bruttoöverskott  $\pi$  minskat med kylmässiga avskrivningar ( $aK_1$ ) och lagervinst ( $\frac{\Delta p_2}{p_2} \cdot K_2$ ) där  $K_1$  står för materiella anläggningstillgångar till återanskaffningsvärde och  $K_2$  för lager. Avskrivningsandelen är  $a$  och  $p_2$  står för lagerpriserna. Tecknar vi de finansiella tillgångarna med  $K_3$  blir de totala tillgångarna till återanskaffningsvärde  $K_T = K_1 + K_2 + K_3$ . De finansiella tillgångarna är nominellt bestämda och påverkas ej av prisförändringar. Den reala totalräntabiliteten före skatt blir då

$$R_T^R = \frac{\pi - aK_1 - \frac{\Delta p_2}{p_2} \cdot K_2 + r_i}{K_T} \quad (1)$$

Den nominella räntabiliteten på totalt kapital före skatt får man om man i resultatet inkluderar alla prisvinster

$$R_T^N = R_T^R + \frac{\Delta p_1}{p_1} \cdot \frac{K_1}{K_T} + \frac{\Delta p_2}{p_2} \cdot \frac{K_2}{K_T} \quad (2)$$

där  $\frac{\Delta p_1}{p_1} \cdot K_1$  är den icke realiserade värdeökningen på materiella anläggningstillgångar och  $r_i$  betecknar finansiella intäkter.

Den nominella avkastningen på eget kapital före skatt blir då

$$R_{Ef}^N = R_T^N + (R_T^N - i) \frac{S}{E}$$

där  $i$  är den nominella låneräntan,  $S$  är skulder och  $E$  är eget kapital. Ett reall mått på avkastningen på eget kapital får man om man rensar den nominella räntabiliteten på eget kapital från förändringar i köpkraften, här mått som förändringen i konsumentprisindex.

$$R_{Ef}^R = R_{Ef}^N - \frac{\Delta KPI}{KPI} \quad (3)$$

Sambandet mellan real totalräntabilitet före skatt och real räntabilitet på eget kapital före skatt blir då

$$R_{Ef}^R = R_T^R(\text{inkl}) + \left[ R_T^R(\text{inkl}) - \left( i - \frac{\Delta KPI}{KPI} \right) \right] \frac{S}{E} \quad (4)$$

där  $R_T^R(\text{inkl})$  är ett reall totalräntabilitetsmått som inkluderar de relativa prisvinsterna i förhållande till den allmänna prisnivån.

$$R_T^R(\text{inkl}) = R_T^R + \frac{\Delta p_1}{p_1} \cdot \frac{K_1}{K_T} + \frac{\Delta p_2}{p_2} \cdot \frac{K_2}{K_T} - \frac{\Delta KPI}{KPI} \quad (5)$$

$(i - \frac{\Delta KPI}{KPI})$  står för den reala låneräntan. Under perioden 1966–73 steg kapitalvaruindex och prisindex för lager långsammare än konsumentprisindex. Företagen fick då vidkännas reala kapitalförluster.

Av tabell 11 ser man att den reala totalräntabiliteten inklusive reala kapitalvinster har legat på ca 3 %. Den låg något lägre under 70-talets första hälft, trots att där ingår rekordvinståret 1974. Det bör dock observeras att den reala totalräntabiliteten steg förhållandevis måttligt det året, eftersom en mycket stor del av vinsten var prisvinster på lager och delvis realiserad kapitalvinst på fast realkapital.

Prisvinsterna på lager har beräknats som produkten av det genomsnittliga lagret under perioden och den genomsnittliga årliga förändringen i producentprisindex för industrin. Värdestegringen i anläggningstillgångar motsvarar den tidigare redovisade z-termen.

Vid beräkning av räntabiliteten på eget kapital efter skatt har en schablonmässig skatt på 50 % använts på den renodlat nominellt beräknade vinsten. Det betyder att även skatten på den ännu ej realiserade värdestegringen på anläggningstillgångarna belastar resultatet. Skillnaden mellan denna skatt och den faktiskt betalda skatten är ökningen i skattekrediten. Företagets dolda reserv beräknas således här såsom skillnaden mellan vad tillgångarna kostar att återanskaffa i dag efter avskrivning och bokfört värde. Den vanligen använda definitionen på dold reserv är skillnaden mellan tillgångarnas anskaffningsvärden och bokfört värde.

Den *reala låneräntan* sjönk kraftigt mellan perioderna 1965–69 och 1970–74 från 0,9 % till -2,4 %. Detta var det avgörande skälet för att den reala avkastningen på eget kapital kunde ökas något trots att totalräntabiliteten gick ner. Därtill kom att den stigande skuldkvoten ger en högre hävstångseffekt. Den nominella låneräntan är mycket låg, delvis beroende på de stora skattekrediterna som ingår i skulderna. Exklusive dessa och exklusive handelskulder blir låneräntan 4,7 respektive 5,0 % under de bägge perioderna. Inflationen uppgick i genomsnitt till 3,8 respektive 7,4 % per år.

Ekvation (6) visar sambandet mellan räntabilitet på eget kapital efter skatt och real totalräntabilitet inklusive kapitalvinster. Vinstskattesatsen betecknas  $t$ .

$$R_{Ee}^R = (1-t) \left[ R_T^R(\text{inkl}) + \left[ R_T^R(\text{inkl}) - \left( i - \frac{\Delta KPI}{KPI} \right) \right] \frac{S}{E} - t \cdot \frac{\Delta KPI}{KPI} \right] \quad (6)$$

$$1965-69 \quad 1,0 - 0,5 [3,1 + [3,1 - (4,7-3,8)] \cdot 1,26] - 0,5 \cdot 3,8$$

$$1970-74 \quad 1,8 = 0,5 [2,7 + [2,7 - (5,0-7,4)] \cdot 1,62] - 0,5 \cdot 7,4$$

Den sista termen i ekvation (6) beror på att beskattning utgår på de nominella vinsterna.

Den reala räntabiliteten på eget kapital efter skatt har uppgått till ungefär 1,5 % i genomsnitt över hela perioden. Man kan jämföra det med den reala avkastningen på aktier (direktavkastning + värdeförändring). Den uppgick 1965–1974 till -0,6 % per år. År 1975 steg börskursen mycket starkt (+25 %). För perioden 1965–1975 var den reala totalavkastningen på aktier 1,3 % per år.

Tabell 22 Nominell och real räntabilitet på totalt och eget kapital i svensk industri 1966-74 och program för 1980 (Procent)

		1966- 1969	1970- 1973	1974	1970- 1974	Prognos 1980	
						0-alt.	1-alt.
<i>Total räntabilitet före skatt</i>							
Nominellt	$R_T^N$	6,9	8,7	13,9	10,1	10,4	11,3
Realt	$R_T^R$	5,1	4,4	3,4	4,1		
Realt, inkl. kapitalvinst (-förlust)	$R_T^R$ (inkl)	3,1	1,9	4,0	2,7	3,1	3,5
<i>Räntabilitet på eget kapital</i>							
(inkl endast 50 % av obeskattat kapital)	$R_{E f}^N$	9,7	14,7	28,9	18,4	19,6	22,9
Nominell efter skatt	$R_{E e}^N$	4,8	7,4	14,5	9,2	9,8	11,5
Real före skatt	$R_{E f}^R$	5,9	7,9	19,0	11,0	12,3	15,3
Real efter skatt (beräknad som 50 % av nominell vinst)	$R_{E e}^R$	1,0	0,6	4,6	1,8	2,5	3,7
Real efter skatt (Beräknad med effektiv skatt och eget kapital inkl. hela det obeskattade kapitalet)	$R_{E e}^R$	2,0	3,3	10,7	4,8	5,8	7,1

Anm.: *Nominell totalräntabilitet* är här beräknat som nettoöverskott (förädlingsvärde minus summan och löner och kalkylmässiga avskrivningar) inklusive finansiella intäkter och *icke realiserade värdestegringsvinster* på anläggningar i förhållande till de totala tillgångarna. (Tillgångarna minskade med handelsskulderna och anläggningstillgångarna är upptagna till återanskaffningsvärde.)

*Real totalräntabilitet* definieras här som nettoöverskott plus finansiella intäkter minus beräknade *realiserade lagervinster* i förhållande till totalt kapital beräknat som ovan.

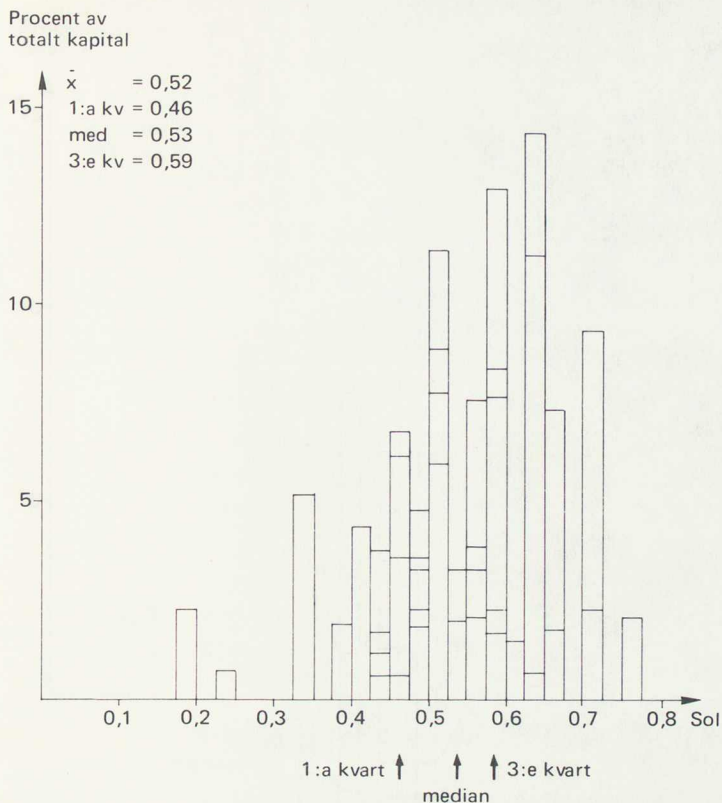
*Real totalräntabilitet inklusive kapitalvinst (-förlust)* är beräknad som den reala totalräntabiliteten ovan med den skillnaden att detta mått även inkluderar den del av prisstegringsvinster som överstiger (understiger) förändringen i den allmänna prisnivån, mätt med konsumentprisindex.

*Nominell räntabilitet på eget kapital* definieras som nettoöverskott plus finansiella intäkter och icke realiserade värdestegringar på anläggningstillgångar minus finansiella kostnader i förhållande till eget kapital. Det egna kapitalet beräknas här dels som eget redovisat kapital plus halva det obeskattade kapitalet, dels som eget redovisat kapital plus hela det obeskattade kapitalet (obeskattat kapital utgör skillnaden mellan totalt kapital och summan av redovisade skulder och redovisat eget kapital).

*Real räntabilitet på eget kapital* beräknas som ovan men minskas med höjningen av den allmänna prisnivån (köpkraftsförsämringen) mätt som ökning av konsumentprisindex.

*Räntabilitet på eget kapital efter skatt.* När det egna kapitalet beräknas *inklusive endast halva det obeskattade kapitalet* används här en kalkylmässig skatt som är 50 % av det nominella resultatet efter avskrivningar och finansiella intäkter och kostnader. I det fall det egna kapitalet definieras *inklusive hela det obeskattade kapitalet* används den faktiskt betalda skatten.

Avkastningen på aktier har således utvecklats väsentligt långsammare än avkastningen på eget kapital efter skatt. Detta kan vara en följd av stigande skatter på utdelningarna orsakade av stigande marginalsatser och skärpt realisationsvinstbeskattning.



Antal företag	1	1	1	1	1	4	4	5	4	2	4	5	1	3	2	2	1
---------------	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---

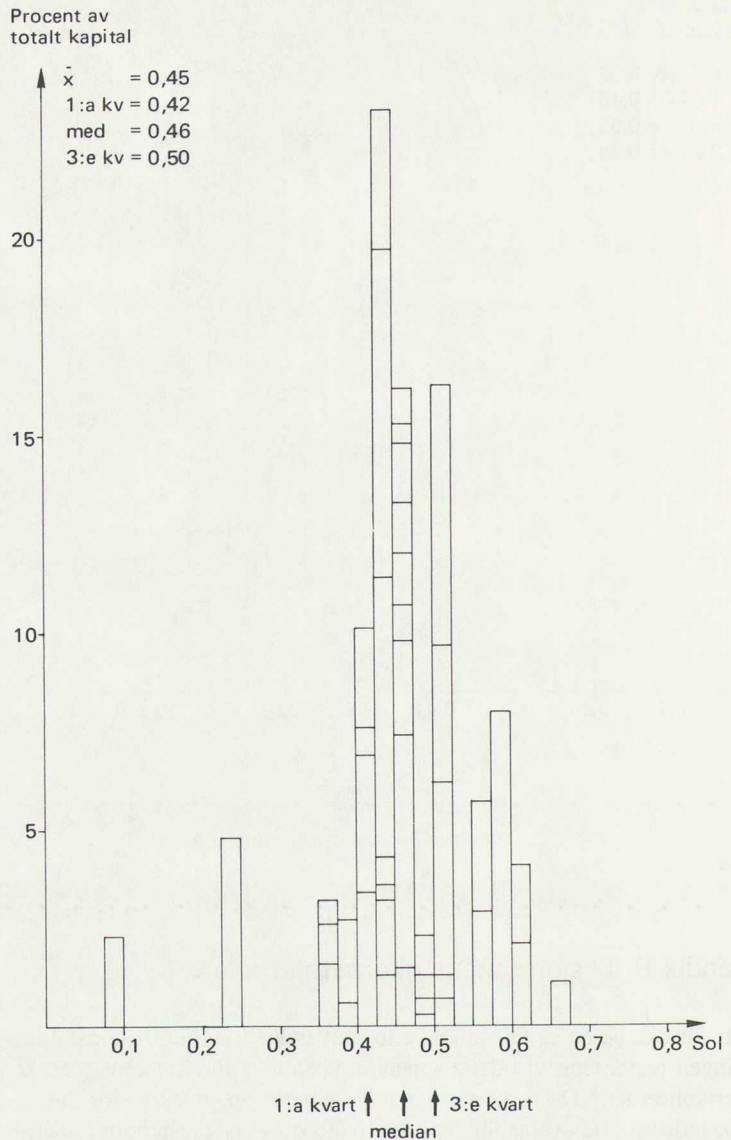
Figur 12 De 42 koncernernas totala tillgångar fördelade med avseende på soliditeten. Genomsnitt 1965-69

## Appendix B 42 större industrikoncerner

För att försöka ge en så fullständig bild som möjligt av den historiska utvecklingen presenterar vi i detta appendix vissa data för 42 större svenska industrikoncerner.<sup>1</sup> Dessa koncerner representerar en mycket stor del av svensk industri. De svarar för omkring hälften av industriproduktionen i Sverige. I detta material utgår vi från koncernen som den ekonomiskt relevanta enheten. Vi undviker därigenom de uppblåsningseffekter som följer av mellanhavanden inom koncerner i ett aggregerat material som bygger på juridiska enheter. Vidare kan vi särskilja företag med behov av extern finansiering från sådana med överskottssparande, vilket möjliggör mer rättvisande mått på finansieringssituationen än självfinansieringsmått som bygger på aggregerade data. Det bör även påpekas att de materiella anläggningstillgångarna för de 42 koncernerna för närvarande är beräknade till anskaffningsvärde, vilket påverkar olika relationer exempelvis finanskvot och soliditet. Detta bör man hålla i minnet vid jämförelser med motsvarande relationer för den aggregerade industrin i det föregående.

För de 42 koncernerna ändrades den genomsnittliga självfinansierings-

<sup>1</sup> Koncernerna redovisas i slutet på detta appendix.

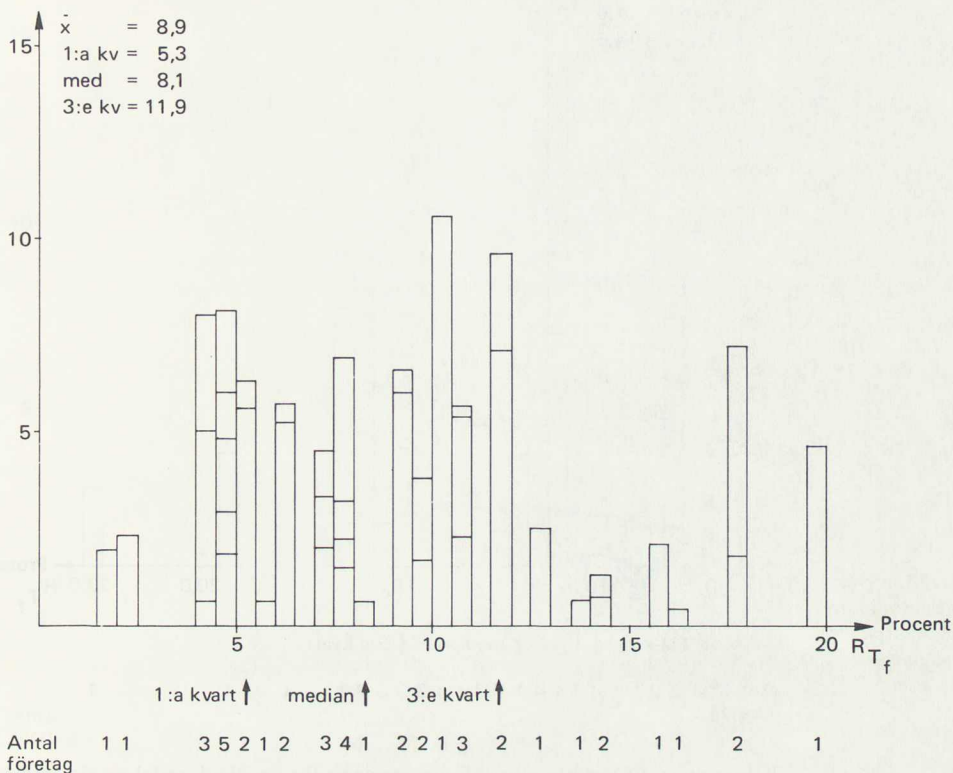


Figur 13 De 42 koncernernas totala tillgångar fördelade med avseende på soliditeten. Genomsnitt 1971-75

Antal företag	1	1	3	2	4	7	9	4	5	2	1	2	1
---------------	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---

graden högst obetydligt från 71,3 för femårsperioden 1965-69 till 72,6 % för femårsperioden 1971-75. Under den förra perioden behövde 27,9 % av de samlade investeringarna i lager och materiella anläggningstillgångar för de 42 koncernerna externfinansieras. För perioden 1971-75 hade samma behov ökat till 36,7 % av de totala investeringarna. Det samlade överskotts-sparandet inom gruppen i relation till de totala investeringarna var 2,2 % perioden 1965-69 och 1,9 % 1971-75. Antalet koncerner med överskotts-sparande var 5 respektive 6.

Procent av  
totalt kapital



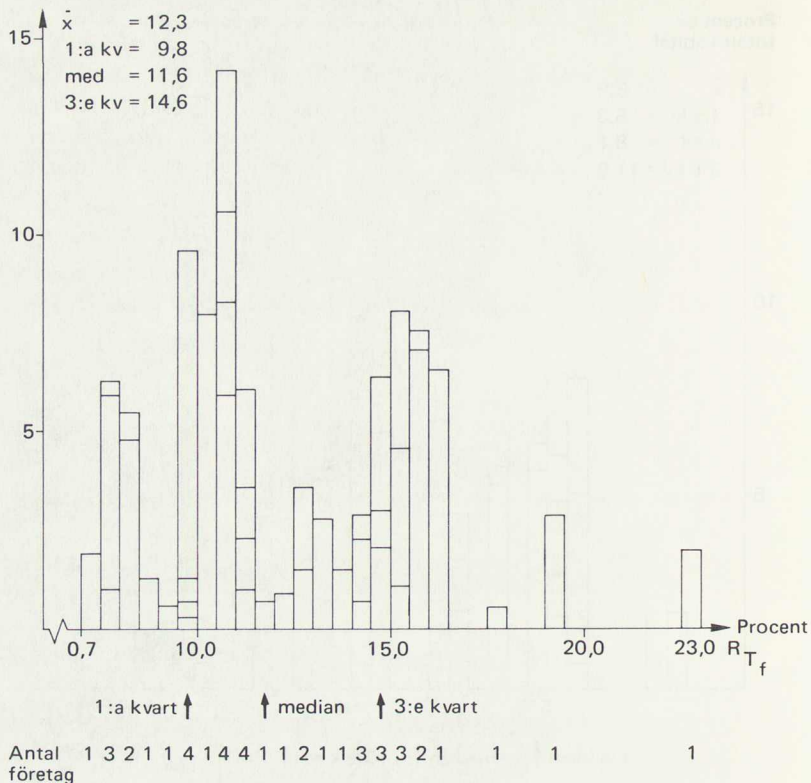
För de 42 koncernerna sjönk den genomsnittliga soliditeten från 52 % i genomsnitt för perioden 1965–69 till 46 % för perioden 1971–75. Soliditeten är här definierad som eget kapital inklusive halva det obeskattade kapitalet i förhållande till det totala arbetande kapitalet, vilket i sin tur utgörs av anläggningstillgångar och rörelsekapital, dvs. det totala kapitalet är lika med balansomslutningen exklusive handelsskulderna. Spridningen i soliditet mellan de olika koncernerna var avsevärd, vilket framgår av figur 12 och 13. För perioden 1965–69 var 1:a kvartilen 46 %, medianen 53 % och 3:e kvartilen 59 %; för den senare perioden var de respektive 42, 46 och 50 %.

Totalräntabiliteten före skatt för koncernerna höjdes påtagligt mellan de båda perioderna från 8,9 % i genomsnitt 1965–69 till 12,3 % för åren 1971–75 och räntabiliteten på eget kapital från 7,4 till 16,2 %. Figur 14, 15, 16, 17 och 18 visar spridning i räntabilitet mellan de olika koncernerna.

Förändringen i kapitalstruktur för de 42 koncernerna framgår av tabell 23. För denna grupp koncerner ser vi att de finansiella tillgångarna i motsats till utvecklingen för den aggregerade industrin ökat långsammare än de totala tillgångarna, medan skulderna även för dessa koncerner ökar snabbare än de totala tillgångarna. De genomsnittliga årliga tillväxttakterna för de olika kapitalmåtten framgår av tabell 24.

Sammanfattningsvis kan sägas att de 42 koncernerna uppvisar stora olikheter sinsemellan vad avser finansieringssituationen, men för gruppen som

Figur 14 De 42 koncernernas totala tillgångar fördelade med avseende på räntabilitet på totalt kapital. Genomsnitt 1965–69



Figur 15 De 42 koncernernas totala tillgångar fördelade med avseende på räntabilitet på totalt kapital. Genomsnitt 1971-75

helhet svarar även här externfinansieringen för en ökad andel av de totala investeringarna.

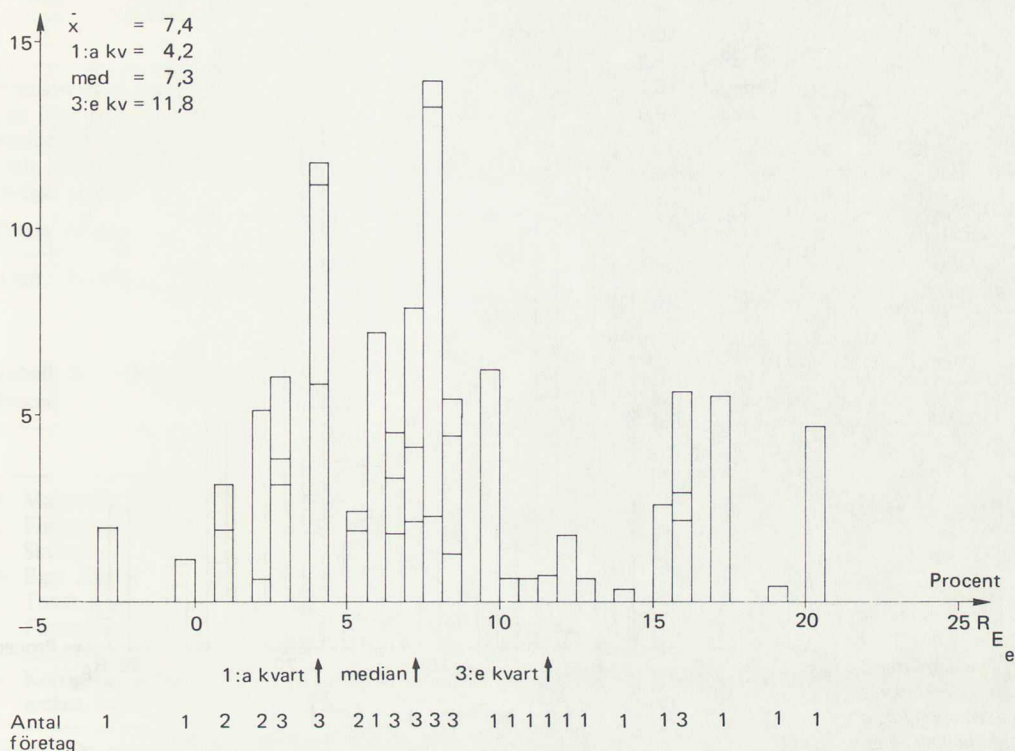
Vad som skiljer i utvecklingen för de 42 koncernerna från den i hela industrin är att de finansiella tillgångarnas relativa betydelse minskar för koncernerna medan den ökat för industrin som helhet. Detta förklaras av att koncernföretagens finansiella tillgångar i ökad utsträckning avser andra företag i de allt större koncernerna och att denna typ av tillgångar faller bort vid konsolideringen.

Tabell 23 42 industrikoncerners kapitalstruktur 1965 och 1974 (miljarder kronor och procent)

	1965		1974	
	Mdr kr	%	Mdr kr	%
1. Materiellt kapital	31,5	85	81,4	89
2. Finansiellt kapital	5,5	15	9,7	11
3. Skulder	10,5	28	34,6	38
4. Eget kapital	26,5	72	56,5	62
5. Totalt kapital	37,0	100	91,1	100

Anm.: De materiella tillgångarna är värderade till anskaffningsvärde. Balansomslutningen har minskats med handelsskulder, dvs. endast handelsfordringar netto redovisas på aktivsidan.

Procent av  
totalt kapital



Tabell 24 42 industrikoncerner. Genomsnittliga årliga tillväxttakter 1965-74 i procent för de olika kapitalmåtten

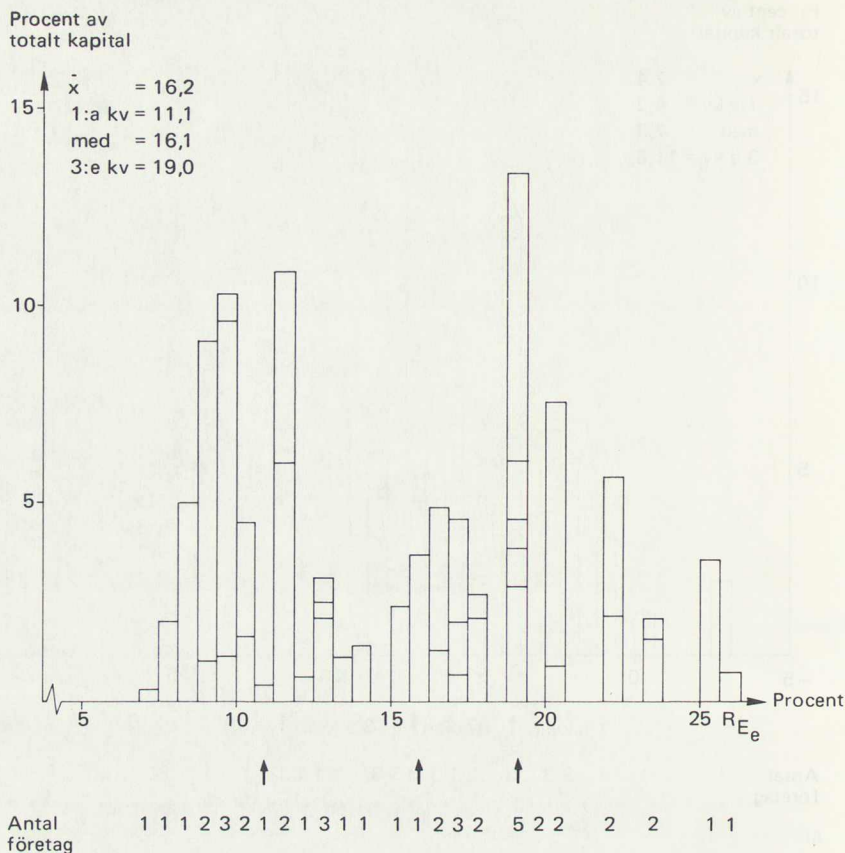
1. Materiellt kapital	11,1
2. Finansiellt kapital	6,5
3. Skulder	14,2
4. Eget kapital	8,8
5. Totalt kapital	10,5

Figur 16 41 koncerners (Kockum är exkluderat) totala tillgångar fördelade med avseende på räntabilitet på eget kapital. Genomsnitt 1965-69

#### 42 större industrikoncerner

AGA	Bulten	KemaNord	SCA
Alfa Laval	Cardo	Klippan	Svenska Fläktfabriken
ASEA	Electrolux	Kockum	SKF
Astra	Esselte	Kopparfors	STAB
Atlas Copco	Euroc	Korsnäs	Statsföretag
Bahco	Fagersta	LM Ericsson	Stora Kopparberg
Billerud	Gränges	MoDo	Trelleborg
Bofors	Holmens Bruk	Perstorp	Uddeholm
Boliden	Husqvarna	PLM	Volvo
DN	Iggesund	SAAB	
Bergvik & Ala	KF	Sandvik	





Figur 17 41 koncerners (Kockum är exkluderat) totala tillgångar fördelade enligt räntabilitet på eget kapital. Genomsnitt 1971-75

## Appendix C Konsoliderad balansräkning för svensk industri

En icke oväsentlig del av industriföretagens upplåning är skulder hos andra industriföretag. Denna inbördes kreditgivning inom svensk industri har bidragit till en uppblåsning av industrins tillgångar och skulder. Beträktar man aggregerade balansräkningsuppgifter för svenska industriföretag får man därför ej någon rättvisande bild av den svenska industrins ställning gentemot den övriga ekonomin. Den interna kreditexpansionen ger genom uppblåsningen även en sämre utveckling av soliditeten än vad som skulle framkomma i en konsoliderad balansräkning.

För att få en uppfattning om den svenska industrins upplåning från övriga sektorer försöker vi upprätta en koncernbalansräkning för "AB SVENSK INDUSTRI". I den skall helst alla skulder och fordringar mellan svenska industriföretag elimineras så att den endast visar industrins fordringar och skulder till utlandet och den övriga svenska ekonomin. Detta är en mycket vanskelig uppgift, eftersom de för ändamålet nödvändiga balansräkningsuppgifterna ej finns tillgängliga. Genom vissa förenklande antaganden kan vi dock få en grov uppfattning om storleksordningen av de interna fordringarna och skulderna.

Tabell 25 "AB SVENSK INDUSTRI" skuldstruktur 1966 och 1974

Procent

	1966	1974
Rörelsegenererade krediter	38,5	37,3
Lån från den organiserade svenska kreditmarknaden	42,9	35,8
Skulder till utlandet (exkl. koncern- och handelskrediter)	4,2	9,3
Övriga skulder	14,4	17,6
<b>Totala skulder</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Anm.: Skulderna redovisas här brutto.

Tabell 26 "AB SVENSK INDUSTRI" kapitalstruktur 1966 och 1974

Procent

	1966	1974
1. Materiellt kapital	80,2	71,8
2. Finansiellt kapital	19,8	28,2
3. Skulder	39,5	46,3
4. Eget kapital	60,5	53,7
5. Totalt kapital (=1+2=3+4)	100,0	100,0
6. Finanskvot (=2/1)	24,6	39,3
7. Soliditet (=4)	60,5	53,7
8. Korrigerad soliditet (det egna kapitalet inkluderar endast halva det obeskattade kapitalet)	43,7	36,2

Anm.: De materiella tillgångarna är här värderade till återanskaffningsvärde. Balansomslutningen är minskad med handelsskulder, dvs. handelsfordringarna redovisas netto på aktivsidan.

Vi antar att industrins svenska handelsskulder och handelsfordringar till övervägande delen finns inom industrin och betraktar endast nettot av dessa som en upplåning från andra sektorer. På motsvarande sätt betraktar vi endast nettot av svenska koncernskulder och koncernfordringar. Vidare har vi antagit att de svenska aktier som de större industriföretagen äger i huvudsak representerar producerande industribolag. Vi minskar därför tillgångssidan med värdet (vi har endast det nominella värdet tillgängligt) av svenska aktier som innehas av industriföretag med minst två hundra anställda.

Enligt dessa principer har vi upprättat koncernbalansräkningar för "AB SVENSK INDUSTRI" för åren 1966 och 1974. Vi ser att de totala skulderna har minskat med omkring en fjärdedel och en femtedel jämfört med vad som framkommer i en mer traditionell balansräkning för svensk industri för respektive 1966 och 1974.

Skuldstrukturen skiljer sig, som framgår av tabell 25, markant från den svenska industrins enligt tabell 13. Konsolideringen medför att andelen lån från den svenska organiserade kreditmarknaden 1974 ökar från ca 28 % till 36 %. Övriga skuldernas andel ökar med drygt 5 procentenheter och de utländska lånen (exklusive handels- och koncernkrediter) ökar ca en pro-

centenhet. Den stora förskjutningen mot den organiserade svenska kreditmarknaden som koncernbalansen innebär förklaras av att de rörelsegenererade krediternas andel genom konsolideringen sjunker från drygt 52 % till klart under 37 %.

Tabell 26 visar hur kapitalstrukturen utvecklats för den på detta sätt konsoliderade svenska industrin mellan 1966 och 1974. Vi ser att jämfört med kapitalstrukturen 1974 för den aggregerade svenska industrin enligt tabell 5 så har nivån på finanskvoten sänkts medan soliditeten höjts. Även för den konsoliderade svenska industrin finner vi att de finansiella tillgångarnas relativa betydelse ökat och att soliditeten sjunkit sedan mitten av 60-talet. De relativa förändringarna blir dock något mindre än i det renodlat aggregerade fallet.

## Appendix D

Tabell 27 Soliditetens utveckling i svensk industri 1965-80  
Procent

	1965	1969	1974	1980	
				0-alt.	I-alt.
Soliditetsmått I	47,8	41,4	33,5		
Soliditetsmått II	48,0	41,7	35,8	34,7	33,3
Soliditetsmått III	66,4	55,4	49,7	48,0	46,3
Soliditetsmått IV	63,2	62,3	54,6	53,8	51,8

Anm.: Det finns många sätt att mäta soliditetens utveckling. För att visa hur olika beräkningsmetoder påverkar resultatet redovisar vi här förutom soliditetsmått III, som även finns i tabell 5, ytterligare tre soliditetsmått. Soliditet avser i samtliga mått relationen mellan eget kapital och totalt kapital. I de tre första måtten har handelskulden dragits från de finansiella tillgångarna. (Balansomslutningen är minskad med handelsskuldena.)

### *Soliditetsmått I*

Det materiella kapitalet värderas till anskaffningskostnad. Hälften av det obeskattade kapitalet har räknats som latent skatteskuld.

### *Soliditetsmått II*

Det materiella kapitalet värderas till återanskaffningsvärde och halva det obeskattade kapitalet räknas som skatteskuld. Det betyder att det egna kapitalet blir större med detta mått än med mått I. Soliditeten blir högre. Nedgången i soliditeten mellan 1965 och 1974 blir något mindre, främst beroende på att inflationstakten blivit högre, vilket höjer återanskaffningsvärdet i förhållande till anskaffningsvärdet.

*Soliditetsmätt III*

I detta mått har hela det obeskattade kapitalet räknats som eget kapital. Det materiella kapitalet värderas till återanskaffningsvärde. Om man ser till den risk långivarna löper kan latent skatteskulder betraktas som eget kapital. Dessa skulder blir aldrig aktuella ifall företaget råkar i finansiell kris. Sett från aktieägarnas synpunkt är dock latent skatteskulder att betrakta som en skuld.

*Soliditetsmätt IV*

Detta mått definieras som soliditetsmätt II, men endast företagets netto-skulder beaktas. Skulderna minskas med de finansiella tillgångarna. I detta mått elimineras effekten på soliditeten av den uppblåsning av balansräkningarna som följer av företagets starkt expanderande finansförvaltning.

I den mån man kan hävda att risken som hänför sig till de finansiella tillgångarna är avsevärt mindre än risken för variation i avkastningen på den reala delen av verksamheten ger detta soliditetsmätt en bättre uppfattning om en ökning i den finansiella risken. Enligt detta mått är soliditeten väsentligt högre än enligt soliditetsmätt II. Även detta mått visar dock en markant nedgång i soliditeten.

## Appendix E

Tabell 28 Industrins kapitalstruktur 1975-80

Miljarder kronor

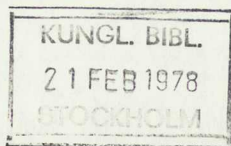
	0-alternativet					
	1975	1976	1977	1978	1979	1980
1. Materiellt kapital	124,9	140,6	157,7	176,4	196,9	219,3
2. Finansiellt kapital	66,3	75,4	85,3	96,1	107,9	120,8
3. Skulder	97,5	110,9	125,4	141,0	158,0	176,4
4. Eget kapital	93,7	105,1	117,6	131,5	146,8	163,7
5. Totalt kapital	191,2	216,0	243,0	272,5	304,8	340,1

	I-alternativet					
	1975	1976	1977	1978	1979	1980
1. Materiellt kapital	126,0	143,5	163,4	185,9	211,6	240,8
2. Finansiellt kapital	66,7	76,9	88,4	101,7	116,8	134,0
3. Skulder	98,2	113,3	130,7	150,9	174,3	201,3
4. Eget kapital	94,5	107,1	121,1	136,7	154,1	173,5
5. Totalt kapital	192,7	220,4	251,8	287,6	328,4	374,8

## Litteratur

- Edgren, G., Faxén, K-O och Odhner, C-E, 1970. Lönebildning och Samhällsekonomi, Stockholm.
- Eliasson, Gunnar, 1967. Industrifinansieringen 1950-70. Kartläggning och prognos, IUI:s Småtryck nr 39, 1967.
- Eliasson, Gunnar, 1967. Kreditmarknaden och industrins investeringar, IUI.
- Eliasson, Gunnar, 1976. Profit Performance in Swedish Industry, Industrikonjunkturen Hösten 1976, Sveriges Industriförbund.
- Eriksson, G., 1975. Företagens tillväxt och finansiering, Almquist och Wiksell, 1975.
- Fama, E.F. och Miller, M.H., 1972. The Theory of Finance, Holt, Rinehart and Winston Inc.
- Friend, J. och Blume, M., 1977. The Demand for Risky Assets. I Risk and Return in Finance, Ballinger Publishing Company.
- Haley, C.H. och Lawrence, O.S., 1973. The Theory of Financial Decisions, Mc Graw Hill Inc.
- IUI:s Långtidsbedömning, 1976. Utvecklingsvägar för svensk ekonomi fram till 1980 samt Bilaga 8 till denna. Stockholm 1976.
- Jakobsson, U. och Normann, G., 1974. Finanspolitikens verkningar.
- Kragh, B. Finansiella långtidsperspektiv, SOU 1967:6.
- Lerner, M.H. och Carleton, W.T., 1966. A Theory of Financial Analysis, New York 1966.
- Långtidsutredningen 1975. SOU 1975:89.
- Nordhaus, W.O., 1974. The Falling Share of Profits, Brookings Papers on Economic Activity 1.
- Swedenborg, B., 1973. Den svenska industrins investeringar utomlands, IUI.
- Södersten, J., 1977. Bolagsbeskattningens verkningar (SOU 1977:87; Bil. 2).
- Waldenström, E. m. fl., 1976. Företagsvinster, kapitalförsörjning, löntagarfonder. Rapport från en arbetsgrupp inom näringslivet.



# Statens offentliga utredningar 1978

## Kronologisk förteckning

---

1. Stat-kyrka. Ändrade relationer mellan staten och svenska kyrkan. Kn.
  2. Stat-kyrka. Bilaga 1. Kyrkans framtida organisation. Kn.
  3. Stat-kyrka. Bilaga 2-12. Utredningar i delfrågor. Kn.
  4. Skolplanering och skolstorlek. Faktaredovisning och bedömningsunderlag. U.
  5. Skolplanering och skolstorlek. Sammanfattning och slutsatser. U.
  6. Ny skogspolitik. Jo.
  7. Skog för framtid. Jo.
  8. Hyresrätt 2. Lokalhyra. Ju.
  9. Ny konkurrensbegränsningslag. H.
  10. Barnets rätt. 1. Om förbud mot aga. Ju.
  11. Kapitalmarknaden i svensk ekonomi. E.
  12. Kapitalmarknaden i svensk ekonomi. Bilaga 1. E.
  13. Kapitalmarknaden i svensk ekonomi. Bilaga 2-4. E.
-

## Systematisk förteckning

---

### **Justitiedepartementet**

Hysesrätt 2. Lokalhyra. [8]

Barnets rätt. 1. Om förbud mot aga. [10]

### **Ekonomidepartementet**

Kapitalmarknadsutredningen. 1. Kapitalmarknaden i svensk ekonomi. [11] 2. Kapitalmarknaden i svensk ekonomi. Bilaga 1. [12] 3.

Kapitalmarknaden i svensk ekonomi. Bilaga 2-4. [13].

### **Utbildningsdepartementet**

Skolplanering och skolstorlek. Faktaredovisning och bedömnings-

underlag. [4] Skolplanering och skolstorlek. Sammanfattning och slutsatser. [5]

### **Jordbruksdepartementet**

1973 års skogsutredning. 1. Ny skogspolitik. [6] 2. Skog för framtid. [7]

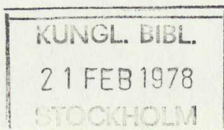
### **Handelsdepartementet**

Ny konkurrensbegränsningslag. [9]

### **Kommundepartementet**

Kyrkoministernas stat-kyrka grupp. 1. Stat-kyrka. Ändrade relationer mellan staten och svenska kyrkan. [1] 2. Stat-kyrka. Bilaga 1.

Kyrkans framtida organisation. [2] 3. Stat-kyrka. Bilaga 2-12. Utredningar i delfrågor. [3]

















**LiberFörlag**  
Allmänna Förlaget

ISBN 91-38-03796-3  
ISSN 0375-250X