

Löntagarna 8 och kapitaltillväxten

Ur KB:s samlingar

Digitaliserad år 2013



National Library
of Sweden

Agendakoncentration
eller konkurrens på aktiemarknaden?

Två expertrapporter från utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten

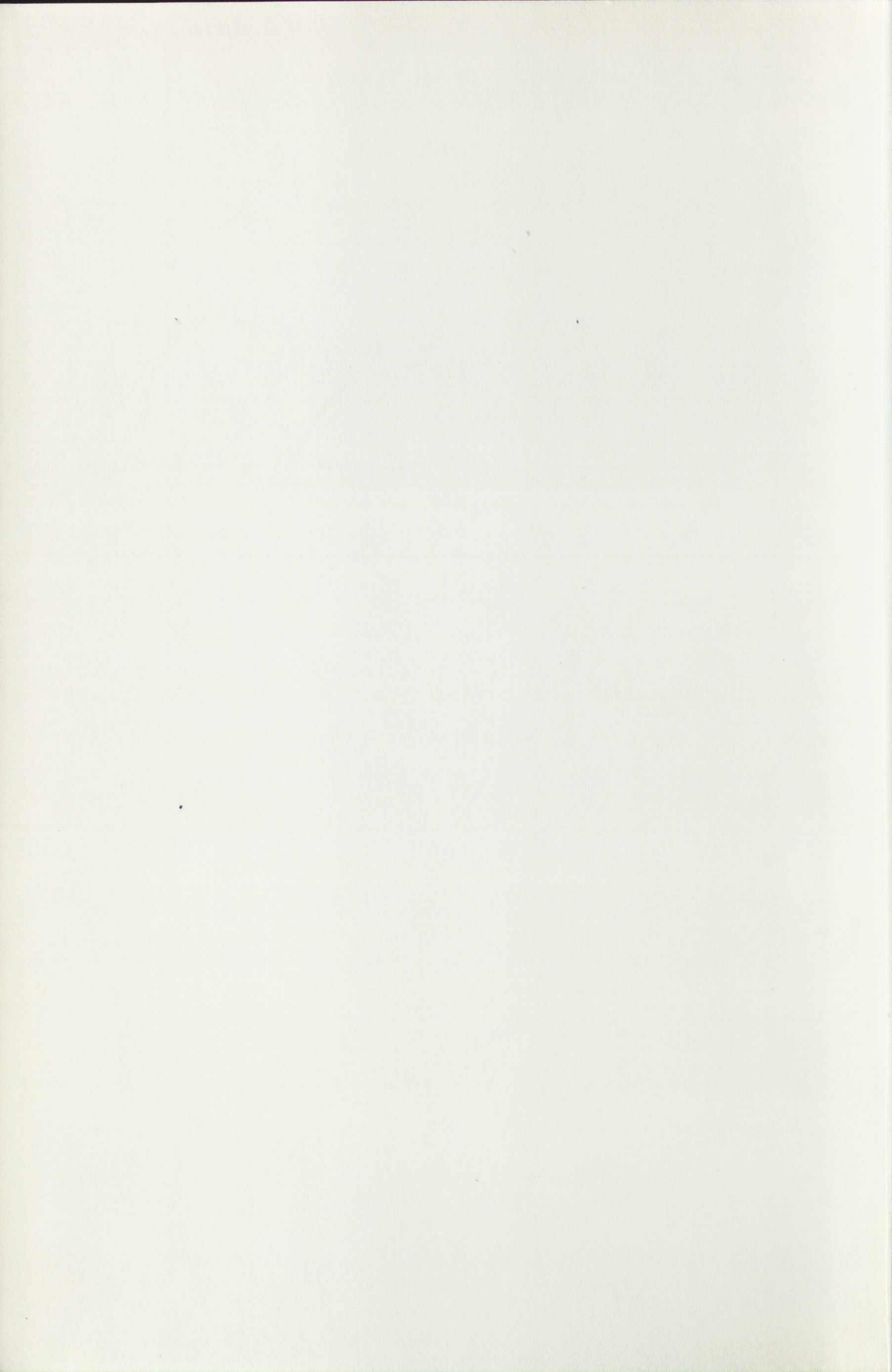
SOU 1981:105

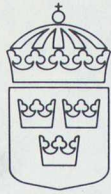
Löntagarna 8 och kapitaltillväxten



Hushållens aktieäggande i Sverige
Ägandekonzentration
eller konkurrens på aktiemarknaden?

Två expertrapporter från utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten





Statens offentliga utredningar

1981:105

Ekonomidepartementet

Löntagarna och kapitaltillväxten 8

Hushållens aktieägande i Sverige

av Roland Spånt

Ägandekoncentration eller konkurrens
på aktiemarknaden?

av Rolf Eidem

Två expertrapporter från utredningen om
löntagarna och kapitaltillväxten

Stockholm 1982

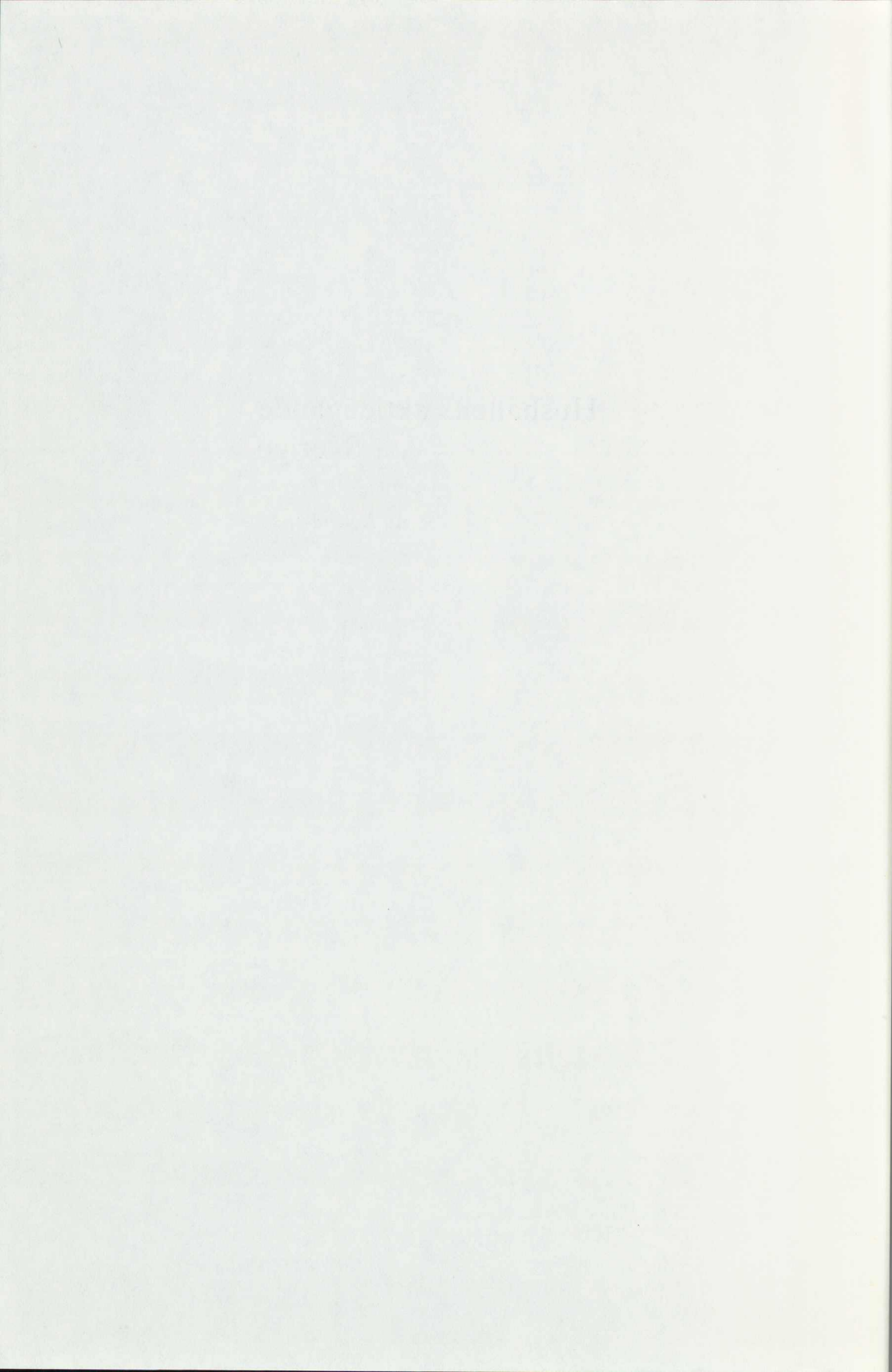
Omslag Håkan Lindström
Jernström Offsettryck AB

ISBN 91-38-06665-3
ISSN 0375-250X

Gotab, Stockholm 1982

Hushållens aktieägande i Sverige

Av Roland Spånt



Innehåll

1 Inledning	7
2 Källmaterialet 1975	11
2.1 Urvalet	11
2.2 Taxeringsvärdet på aktier	14
2.3 Sammanfattning	14
Appendix 2:A Undersökningens tillförlitlighet	15
2:A:1 I undersökningen redovisade tillgångar – totalt deklarerade tillgångar	15
2:A:2 Deklarerade tillgångar – skattepliktiga tillgångar	16
Appendix 2:B Värderingen av ej börsnoterade aktier	17
3 Hushållens aktieäggande 1975	19
3.1 Antal aktieägare och innehavens storlek	19
3.2 Antal ägda olika börsaktier per person	25
3.3 Aktieutdelningar	26
3.3.1 Antal hushåll med utdelning och mottagna belopp	26
3.3.2 Direktavkastning – förmögenhet	28
3.4 Sammanfattning	30
Appendix 3:A Antalet aktieägare – jämförelser med andra uppskatt- ningar	31
4 Vem äger aktier?	35
4.1 Aktieäggande och förmögenhet	35
4.2 Aktieäggande och inkomst 1975	38
4.3 Aktieäggande och socioekonomisk grupp	38
4.3.1 Antal och andel aktieägare	39
4.3.1.1 Antal aktieägare	39
4.3.1.2 Aktieinnehavens värde	40
4.4 Aktieäggande och ålder	42
4.5 Aktieäggandets regionala fördelning	43
4.6 Sammanfattning	46
Appendix 4:A Socioekonomisk gruppering i 1975 års förmögenhets- undersökning	47
Appendix 4:B Hushållens största innehav av börsnoterade aktier 1975	47

Appendix 4:C Antal fysiska personer som enligt deklarationsmaterial ägde aktier i olika börsbolag 31/12 1975	48
5 Aktieägandets förändringar 1945–1975	51
5.1 Källmaterialet – 1975 och 1966 års förmögenhets undersökningar och folkräkningarna 1945 och 1951	52
5.2 Utvecklingen av antalet aktieägare och aktiers betydelse som förmögenhetstillgång 1945–1975	53
5.2.1 Antal aktieägare	53
5.2.2 Aktiers betydelse som förmögenhetstillgång 1945–1975	54
5.3 Aktieägandets fördelning 1945–1975	55
5.4 Aktieägandets betydelse i olika förmögenhetsskikt 1945–1975	59
5.4.1 Andelen aktieägare i olika förmögenhetsskikt 1945–1975	60
5.4.2 Aktiers andel av bruttotillgångarna i olika förmögenhets- skikt 1945–1975	60
5.4.3 Aktiers fördelning på olika förmögenhetsskikt 1945–1975	63
5.5 Sammanfattning	64
6 Sammanfattning	65
6.1 Syfte	65
6.2 Källmaterial och metodik	65
6.3 Resultat	66
6.3.1 Antal ägare och aktieinnehavets värde	66
6.3.2 Vem ägde aktier 1975?	67
6.3.3 Aktieägandets fördelning	68
6.3.4 Avslutning	69

1 Inledning

Denna studie är den andra huvudrapportern från undersökningen av den svenska förmögenhetsfördelningens utveckling på uppdrag av utredningen om löntagarna och företagens kapitaltillväxt. I den första rapporten, Den svenska förmögenhetsfördelningens utveckling i SOU 1979:9, beskrevs både förmögenhetsfördelningens ojämnheter och tillgångsstruktur ett givet år, 1975, samt dess utveckling under 55-årsperioden 1920–1975. En jämförelse gjordes också med tillgångsstruktur och ojämnheter i ett antal andra utvecklade industriländer.

I föreliggande rapport specialbehandlas den del av hushållens förmögenhet som utgörs av aktietillgångar. Syftet har varit att på basis av självdeklarationsmaterial undersöka olika aspekter av hushållens aktieägarande; Hur många hushåll äger olika typer av aktier? Hur stora är hushållens aktieinnehav? Hur jämnt eller ojämnt fördelat är aktieinnehavet? Vilka grupper äger olika aktier? Dessutom har undersökts ett antal frågeställningar beträffande aktieägarandets utveckling över tiden; Har antalet aktieägare vuxit? Hur har hushållens aktieinnehav förändrats? Har aktieägarandet blivit jämnare fördelat i befolkningen? Har nya ägargrupper tillkommit?

Vårt uppdrag har däremot inte varit att studera det totala aktieägarandet i landet dvs. undersöka hur stor andel av aktiekapitalet i olika bolag som ägs av försäkringsbolag, investmentbolag, banker, av andra bolag, utländska ägare, olika fonder eller stiftelser. Uppdraget har inte heller varit att studera hur inflytandet på bolagsstämmor och i bolagsstyrelser utövas eller hur ägarandet av näringslivet i stort är fördelat mellan olika ägargrupper. Den som är intresserad av dessa, ur bl. a. makt- och inflytandesynpunkt, viktiga problemställningar hänvisas till andra studier från utredningens sekretariat och till Statens Industriverks (SIND's) undersökningar.

Den aspekt vi haft i uppdrag att studera, hushållens aktieägarande, representerar en viktig men över tiden dock sjunkande andel av det totala aktieägarandet. Vid början av femtioalet ägde de svenska hushållen direkt ca 70 % av alla svenska börsnoterade aktier. Vid mitten av sjuttioalet hade denna andel krympt till drygt 40 %. Hushållens minskade ägarandel avspeglar ökade ägarandelar för investmentbolag, försäkringsbolag etc., dvs. ägargrupper som i sin tur ägs av andra ägargrupper.

De resultat som återfinns i denna rapport har i huvudsak tidigare under åren 1979–1980 presenterats för löntagarfundsutredningen.

Denna rapport är disponerad så att närmast i kapitel 2 diskuteras det använda källmaterialet. I kapitel 3 presenteras uppgifter om hushållens

aktieäggande 1975 och i kapitel 4 hur aktieäggandet är fördelat mellan olika samhällsgrupper. I kapitel 5 görs ett försök att bestämma aktieäggandets utveckling över tiden i Sverige. De viktigaste resultaten sammanfattas slutligen i kapitel 6.

Det viktigaste källmaterialet för denna rapport är i huvudsak identiskt med det som användes för den tidigare rapporten (SOU 1979:9). Det består därför främst av det material som insamlades från ett relativt stort antal självdeklarationer avseende förmögenhetsställningen vid slutet av 1975. Denna metod har ett antal fördelar och nackdelar som diskuteras i kapitel 2. I ett särskilt appendix behandlas undersökningens tillförlitlighet.

I kapitel 3 presenteras resultaten beträffande aktieäggandets fördelning 1975, dvs. antalet ägare till olika typer av aktier, aktieinnehavens storlek och ojämnheten i fördelningen. Ojämnheten mäts genom mått på hur stor andel av aktiestocken som ägs av olika fraktioner av befolkningen när dessa rangordnats efter storleken på sina aktieinnehav. En redovisning sker också av hushållens mottagna utdelningar samt av aktieinnehavarnas direktavkastning dvs. utdelningarna satta i relation till aktiestockarna. Den uppskattning av antalet aktieägare som framkommer i vårt material skiljer sig så starkt från de uppgifter som i pressen vanligtvis brukar användas att ett särskilt appendix ägnas åt en diskussion av denna differens.

I kapitel 4 lokaliserar vi aktieäggandet 1975 till olika samhällsgrupper. Där visas aktieäggandets samband med förmögenhetsställning, inkomst, socioekonomisk grupp, ålder och bostadslän. I kapitlet anges dels hur stora andelar av de olika grupperna som var aktieägare dels innehavens storlek. Presentationen är särskilt utförlig beträffande förmögenhet och socioekonomisk grupp. De kriterier som gäller vid indelningen i socioekonomiska grupper anges i appendix 4:A. I två särskilda appendix presenteras utan kommentarer vissa rent statistiska resultat avseende antalet personer som 1975 uppgivit sig vara ägare till börsnoterade aktier. I appendix 4:B återfinns antalet ägare till de för hushållen ägarantalsmässigt 50 största svenska börsbolagen och hushållens deklarerade aktieinnehav i dessa företag. I appendix 4:C har samtliga börsbolag indelats efter antalet ägare.

I kapitel 5 görs ett försök att jämföra resultaten avseende 1975 med äldre undersökningar för att undersöka om aktieäggandets betydelse förändrats över tiden. Jämförelserna avser såväl antalet aktieägare, aktiernas betydelse för den totala förmögenheten som fördelningens utveckling. Den period som studeras är 1945–1975. Det finns givetvis en mängd problem förknippade med sådana jämförelser där basmaterialet är av varierade kvalitet och har insamlats i olika syften. Aktieäggandets utveckling under efterkrigstiden har dock ansetts vara så intressant att vi ändå försökt jämföra materialen.

Den ursprungliga avsikten var att också medta ett särskilt avsnitt med en internationell jämförelse. Detta avsnitt har dock fått utgå då det visat sig svårt att direkt jämföra uppgifter om aktieäggande i Sverige med uppgifter för andra länder.

Slutligen något om undersökningens aktualitet. Resultat som baseras på analys av självdeklarationer blir av naturliga skäl några år gamla. I detta fall har av olika skäl ca fem år gått sedan undersökningstillfället. Det är dock vår uppfattning att de här presenterade resultaten i huvudsak också är en korrekt beskrivning av hushållens aktieägarstruktur i 1980 och 1981 års Sverige. Det

stora undantaget från den regeln gäller det starkt subventionerade skattefondsparandet i aktier som framför allt under 1981 ökat mycket snabbt. Det sammanlagda antalet skattefondkonton och företagsanknutna aktiesparkonton uppgick den 31 oktober 1981 till 337 000 och det behållna andelsvärdet till 1,3 miljarder kronor. Skattefondsparandets eventuella effekter på aktieägandets fördelning beror främst på i vilken utsträckning andelsägarna redan tidigare varit aktieägare. För att bestämma dessa effekter måste särskilda undersökningar genomföras.

2 Källmaterialet 1975

2.1 Urvalet

Denna rapport baseras främst på en särskild undersökning av hushållens självdeklarationer för inkomståret 1975. Förmögenhetsuppgifterna hänför sig därför till årsskiftet 1975/1976. I en tidigare rapport, Förmögenhetsfördelningens utveckling i Sverige, i SOU 1979:9, har utförligt motiverats varför förmögenhetsundersökningar i första hand bör baseras på självdeklarationer. Av kostnadsskäl kan naturligtvis inte sådana undersökningar genomföras i form av totalundersökningar utan bara ett begränsat antal hushåll kan studeras. För att alla deklarationer skall behandlas på likvärdigt sätt krävs dessutom en central insamling av deklarationerna. För att hålla nere kostnaderna, undvika dubbelarbete och påskynda utredningsarbetet utfördes vår undersökning som ett tillägg till Statistiska centralbyråns årliga inkomstfördelningsundersökning. I denna insamlades för år 1975 inkomstuppgifter från ca 10 000 hushålls deklarationer uppdelat på två likvärdiga paneler om vardera 5 000 hushåll. Dessa representerade ett stratifierat, slumpmässigt urval av Sveriges totalt drygt 4 miljoner hushåll. Varje urvalsenhet skulle därför i genomsnitt kunna sägas representera 400 hushåll i totalbefolkningen. SCB:s urval var emellertid konstruerat så att speciellt företag- och jordbrukargrupperna var överrepresenterade medan mer "vanliga" löntagarhushåll var underrepresenterade. I praktiken innebar detta att företagshushållen uppräknades med ca 200 medan löntagar- och pensionärshushållen uppräknades med tal överstigande 400.

Av kostnadsskäl begränsades vårt urval till en av SCB:s två paneler, dvs. till ca 5 000 hushåll. Denna hushållspanel bedömdes ge tillräckligt tillförlitliga uppskattningar för de 3,8–3,9 miljoner hushåll som hade en nettoförmögenhet under skattepliktsgränsen, dvs. upp till 200 000 kronor. Den ojämna förmögenhetsfördelningen krävde dock att antalet hushåll med större förmögenheter måste vara stort i vår undersökning för att möjliggöra slutsatser om spridningens storlek och utveckling. Speciellt viktigt var detta för tillgångsposter som man redan tidigare visste brukar vara ojämnt fördelade. Till den gruppen hör de olika aktieslagen.

Förutom de 5 000 "vanliga" hushållen i urvalet krävdes det därför ett tillägg av mycket förmögna hushåll. Detta tillägg kom att bli 3 200 hushåll som representerade de 207 000 hushåll med en taxerad nettoförmögenhet överstigande 200 000 kronor. Urvalet stratifierades därvid efter storleken på den skattepliktiga nettoförmögenheten på det sätt som framgår av tabell 2:1.

Tabell 2.1 Urvalsram och urval för förmögenhetsundersökningen 1975

Nettoförmögenhet (1 000 kr.)	Antal hushåll		Uppräkningstal (befolkn./urval)
	Befolkn.	Urvalet	
över 10 000	229	229	1
5 000–10 000	413	207	2
2 000– 5 000	1 860	372	5
1 000– 2 000	5 493	550	10
500– 1 000	23 633	591	40
300– 500	63 393	506	125
200– 300	112 373	448	250
Under 200	ca 3,9 milj.	ca 5 000	ca 760
Summa	ca 4,1 milj.	ca 8 000	ca 510 (medeltal)
varav över 200	207 394	2 903	71 (medeltal)

Förklaring: Det fanns 1975 i Sverige sammanlagt 229 hushåll med en taxerad nettoförmögenhet större än 10 miljoner kronor. Alla dessa 229 hushåll ingår i vårt urval. Av de 413 hushållen med mellan 5 och 10 miljoner i nettoförmögenhet ingick hälften, 207 stycken, i vårt urval.

Källa: SOU 1979:9.

Samtliga hushåll med över 10 miljoner i nettoförmögenhet medtogs, hälften av hushållen i skiktet 5–10 miljoner etc. ned till vart tvåhundra femtionde mellan 200 000 och 300 000 kronor. I de medtagna 8 000 hushållen fanns sammanlagt 17 000 deklarationer antingen avgivna av deklaranten eller i ett fåtal fall konstruerade av skattemyndigheterna (skönstaxering). Från tidigare undersökningar vet man att de skattepliktiga förmögenheterna tillsammans brukar utgöra omkring hälften av alla hushålls samlade nettoförmögenhet. Det särskilda urvalet av 3 200 större förmögenhetsägare representerade därför ungefär halva totala nettoförmögenheten medan de 5 000 "vanliga" hushållen representerade den andra halvan av totalförmögenheten. För aktier var det särskilda urvalet ännu viktigare – tre fjärdedelar av alla aktier ägdes av hushåll med över 200 000 i taxerad nettoförmögenhet medan 3,8–3,9 miljoner hushåll med lägre förmögenhet tillsammans bara ägde en fjärdedel av alla aktier.

Betydelsen av det särskilda urvalet med förmögna hushåll kan illustreras på följande sätt: Enligt tabell 2.1 fanns det 229 hushåll med över 10 miljoner i nettoförmögenhet 1975. Deras genomsnittliga nettoförmögenhet uppgick till nära 20 miljoner och tillsammans ägde de 4,5 miljarder i nettoförmögenhet. Bruttoförmögenheten dvs. nettot + skulder var ungefär en miljard högre. Deras genomsnittliga aktieinnehav per hushåll uppgick till storleksordningen 10 miljoner. Vid ett helt slumpmässigt urval av 5 000 hushåll (vart 760:e) skulle sannolikt ingen i denna exklusiva grupp ingå. I så fall skulle hushållens samlade förmögenhet underskattas med 4,5 miljarder och det totala aktieinnehavet med 2–2,5 miljarder. Både den totala förmögenheten och aktierna skulle dessutom framstå som jämnare fördelade än vad de i verkligheten är. Speciellt ojämnheten i aktieägandets fördelning skulle underskattas.

Om å andra sidan av en slump ett av de 229 hushållen skulle ha kommit med i urvalet och blivit uppräknat med 760 i stället för med 1,0 skulle hushållens uppräknade totala förmögenhet blivit ca 15 miljarder för stor och ojämnheten i förmögenhetsfördelningen kraftigt överskattats. Hushållens aktieäggande skulle överskattats med kanske 5–8 miljarder och ojämnheten i aktieägandet kraftigt överdrivits. Sådana drastiska felmarginaler gäller just för tillgångar som liksom aktier är extremt ojämt fördelade. Felkällorna är däremot avsevärt mindre för tillgångar som har en bredare spridning som t. ex. egnahem, banksparande och egnahem. Många utländska aktieägarstudier och förmögenhetsundersökningar bygger på "sluppmässiga" urval av hushåll varför deras uppskattningar av t. ex. aktieägandets fördelning är osäkra medan t. ex. villaägandet är säkrare uppskattat.

Huvudurvalet består därför av två delar, dels 5 000 "vanliga" hushåll dels 3 200 "förmögna" hushåll. Den tidigare rapporten för år 1975 var baserad på en sammanslagning av båda urvalen. I föreliggande rapport är också huvuddelen av resultaten baserade på deklarationsuppgifter för 8 000 hushåll. Detta gäller främst sambanden mellan förmögenhetstillgångar av olika slag och aktieäggande, aktieägandets vertikala fördelning, sambandet mellan olika aktieslag, samband mellan ålder och aktieinnehav, osv. Enligt den tidigare diskussionen bör därför dessa uppgifter vara av mycket hög kvalitet.

Alla intressanta variabler kan emellertid inte fångas in av deklarationsmaterialet. Exempel på detta är socioekonomisk grupp och disponibel inkomst. För att kunna bestämma en individs socioekonomiska grupp krävs främst information om hans arbetsuppgifter. För att bestämma den disponibla inkomsten behövs både uppgifter om taxerad inkomst och erlagd skatt men också uppgifter om barnbidrag, bostadstillägg och andra sociala transfereringar. Både bestämningen av socialgruppstillhörighet och av disponibel hushållsinkomst kräver därför uppgifter direkt från hushållen. SCB insamlar regelmässigt dessa uppgifter i samband med inkomstundersökningarna. För urvalet av 5 000 "vanliga" hushåll finns därför också uppgift om socioekonomisk grupp och disponibel inkomst. Till detta urval har lagts de ca 600 hushåll som i SCB:s inkomstundersökning hade en taxerad nettoförmögenhet över 200 000 kronor. Vi har däremot saknat möjlighet att genomföra dessa beräkningar för det särskilda förmögenhetsurvalet om 3 200 hushåll.

Det innebär att resultaten i denna rapport är baserade på två delvis olika hushållsurval. Huvudparten av beräkningarna baseras på de 5 000 + 3 000 hushåll som redovisas i tabell 2.1. Precisionen är därvid mycket hög. För socioekonomisk grupp och disponibel inkomst är resultaten i stället baserade på 5 000 + 600 hushåll. Det ingår således mer än fem gånger fler förmögna hushåll i det stora urvalet än i det mindre urvalet. Sambanden mellan aktieäggande å ena sidan och socialgrupp och disponibel inkomst å den andra har därför något sämre precision än övriga beräkningar.

En diskussion av undersökningens felkällor och tillförlitlighet återfinns i Appendix 2 A.

2.2 Taxeringsvärdet på aktier

Eftersom materialet i denna rapport bygger på deklarationsmaterial är förmögenhetsvärdena med nödvändighet taxeringsvärden och behöver därför inte motsvara de ur förmögenhetssynpunkt mer relevanta marknadspriserna. I den tidigare rapporten har redovisats hur vi beträffande olika typer av fastigheter har sökt framräkna marknadspriser på basis av de deklarerade taxeringsvärdena. Ett liknande problem finns för aktier – taxeringsvärdena behöver inte motsvara marknadspriserna. För svenska och utländska börsnoterade aktier avses med taxeringsvärden Svenska Fondhandlarföreningens fondnoteringsuppgifter och utlandsnoteringar. I praktiken innebär detta för aktier med stor omsättning betalkursen den sista börsdagen 1975. Dessa uppgifter är naturligtvis ett bra mått även på aktiernas marknadspriser i synnerhet för smärre börsposter. För mycket stora enskilda poster, s. k. kontrollposter, kan däremot den rådande börskursen avvika betydligt från marknadspriset, ofta säljs sådana poster till kurser klart över den rådande börskursen. En eventuell korrigering av börskurserna för sådana differenser är synnerligen vanskelig att genomföra och vi har avstått från detta. I denna rapport upptas därför genomgående de börsnoterade aktierna till sina resp. kursvärden vid slutet av 1975.

Värderingsproblemen är större för ej börsnoterade aktier. För dessa aktier har deklaranterna i regel upptagit de värden som föreslagits av resp. länsstyrelse. Dessa förslag har utarbetats enligt de relativt komplicerade regler som gällde för värdering av aktier i ej börsnoterade aktiebolag.¹ Värderingen går normalt till så att förslag till värden utarbetas vid länsstyrelserna. Dessa värden grundas på uppgifter som inhämtats från bolagen eller från bolagens självdeklarationer. Dessa värderingsförslag tillställs därefter bolagen, som ges tillfälle att inom en viss tid komma med erinringar. Därefter översänds länsstyrelsernas slutliga förslag till Riksskatteverket. De större bolagen ingår därefter i den av Riksskatteverket för hela landet gemensamma aktievärderingsförteckningen. Denna används av taxeringsmyndigheterna vid kontroll av hushållens självdeklarationer och omfattade för år 1975 ca 20 000 medelstora företag. I vår undersökning har dessa företag identifierats och vid databehandlingen tilldelats en särskild kod "medelstora företag". De ej börsnoterade svenska bolag som inte återfunnits i ovannämnda förteckning har benämnts "övriga aktiebolag".

2.3 Sammanfattning

¹ Dessa regler grundades i första hand på bestämmelserna i 2, 4 och 5 §§ lagen om statlig förmögenhetsskatt (SFL) samt i punkterna 1, 2 och 3 av anvisningarna till 3 och 4 §§ i samma lag. Se Appendix 2 B. Värderingen av ej börsnoterade aktier.

Materialet i denna rapport har främst baserats på en genomgång av ett stort antal hushålls självdeklarationer. Sammanlagt har ca 18 000 personers deklarationer undersökts. Urvalet har avsett hushåll och har skett så att ett stort antal hushåll med stora förmögenheter ingår. Därigenom medtas många hushåll med stora aktietillgångar. Eftersom källmaterialet utgör självdeklarationer värderas aktier, andra tillgångar och skulder till taxeringsvärden. Hushållens fastighetstillgångar har dock uppräknats med hjälp av prisstatistik till marknadsvärden. Aktietillgångarna har däremot inte omräknats till marknadsvärden utan här har enbart använts deras taxeringsvärden.

För börsnoterade aktier motsvarar taxeringsvärdena också normalt deras marknadsvärden. För de ej börsnoterade aktierna kan däremot marknadspriserna starkt avvika från de taxeringsvärden som länsstyrelserna förslagit. Värden har i dessa fall bestämts efter olika principer: substansvärdering, avkastningsvärdering eller likvidationsvärdering. De värden som enligt dessa principer framkommer för ej börsnoterade bolag tenderar ofta att kraftigt underskatta aktiernas marknadspriser. De uppskattningar som presenteras i denna rapport för värdet av de ej börsnoterade aktierna innebär därför sannolikt starka underskattningar av de verkliga värdena.

Appendix 2:A Undersökningens tillförlitlighet

2:A:1 I undersökningen redovisade tillgångar – totalt deklarerade tillgångar

En undersöknings tillförlitlighet är naturligtvis av allra största betydelse för vilken tilltro man skall sätta till dess resultat. Tillförlitlighetsproblemet har två aspekter: A. Ger undersökningen en korrekt beskrivning av de aktier och andra tillgångar och skulder som hushållen deklarerade för inkomståret 1975? B. I vilken utsträckning täcker de deklarerade tillgångarna in hushållens verkliga förmögenhet. Båda dessa frågeställningar diskuterades ingående i den tidigare rapporten.¹ Där konstaterades att undersökningen gav en tillfredsställande beskrivning av de deklarerade tillgångarna. Materialet bör därför kunna tjäna som en god grund för studier av de *deklarerade* tillgångarna. Genom att stora förmögenheter här är överrepresenterade uppnås en hög precision i bestämningen av den totala förmögenheten men inte nödvändigtvis av aktieäandet. Idealt sett hade det för aktieäandet varit önskvärt att använda ett särskilt urval som varit stratifierat efter aktieinnehavets storlek. Samtliga hushåll med mycket stora innehav skulle i så fall medtagits men bara ett litet antal med små aktieinnehav. Den här använda metoden ger hög precision om ägare till stora förmögenheter också är ägare till stora aktieinnehav och ägare till stora aktieinnehav också äger stora förmögenheter. Detta är normalt fallet. Osäkerheten gäller i stället ägare till stora aktieinnehav som på grund av hög skuldsättning etc. ändå har låg taxerad nettoförmögenhet. Denna osäkerhet förstärks om hushållen tillhör löntagar- eller pensionärsgrupperna där urvalen relativt sett varit små. Det finns också i grundmaterialet, särskilt när det uppdelas på socioekonomisk grupp, enskilda löntagarhushåll med extrema värden. Rimligheten i dessa värden kan bara bedömas genom jämförelser med framtida liknande undersökningar. För dagen kan man bara anbefalla försiktighet särskilt vid tolkningen av resultat som berör grupper med låg andel av aktieägare men stora aktiebelopp och som därför är starkt påverkade av enskilda, ibland extrema värden.

Liknande problem uppstår när materialet uppdelas på ett mycket stort antal undergrupper så att antalet observationer i varje cell blir litet. Detta gäller exempelvis när man uppdelar aktieäandet på alla de ca 160 olika aktiebolag och fonder som basmaterialet maximalt medger. Ägarfördelningen är givetvis mycket säkrare bestämd i ett företag av Volvos typ med över

¹ SOU 1979:9, sid. 24–29.

100 000 ägare och relativt sett mindre ojämn ägarfördelning än exempelvis i ett företag på fondhandlarlistan med bara några hundra ägare och där ägandet kan vara starkt koncentrerat till en enskild ägargrupp eller familj.

2:A:2 Deklarerade tillgångar – skattepliktiga tillgångar

Enligt vår tidigare rapport deklarerade hushållen tillgångar till ett taxeringsvärde av sammanlagt ca 350 miljarder kr. och skulder om ca 150 miljarder för slutet av år 1975. Den taxerade nettoförmögenheten uppgick därför till strax under 200 miljarder kr. Om man i stället för deklarationernas taxeringsvärden tillämpar marknadspriser ökar bruttoförmögenheten till drygt 500 miljarder. Underdeklaration av banktillgångar, kontanter, bostadsrättslängheter, premieobligationer och bilar etc. beräknades uppgå till storleksordningen 70 miljarder. Osäkerhetsmarginalerna uppgick till plus-minus ett par tiotal miljarder.

Ett genomgående drag var att underdeklarationens storlek var starkt beroende av taxeringsmyndigheternas kontrollmöjligheter. Aktier, särskilt börsnoterade aktier, torde tillhöra de tillgångsslag där kontrollmöjligheterna är bäst. Detta gäller i synnerhet storleken på större aktieinnehav och i något mindre grad *antalet* aktieägare. Aktier är starkt koncentrerade till höga inkomst- och förmögenhetsskikt. Aktievärden och utdelningar påverkar därför starkt storleken på förmögenhetsskatterna resp. inkomstskatterna. Taxeringsmyndigheternas motiv för kontroll är därför hög. Många hushåll har överlämnat sin aktieförvaltning till banker etc., vilket gör att risken för feldeklaration minskar. För de aktiebolag (främst börsnoterade) som lämnar utdelning till ägarna finns genom kupongskattekontrollen möjligheter till kontroll av utdelningar och därmed indirekt av aktieinnehav.

En viss underskattning av aktieägandet torde ändå föreligga i denna rapport. Hushåll kan ha deklarerat aktier under ospecificerade poster som "barns förmögenhet", tillgångar i handelsbolag m. m. Man måste också ta hänsyn till mer eller mindre legal underdeklaration. Till den legala hör att främst många ålders- och förtidspensionärer men även andra hushåll med låga inkomster helt befriats från deklarationsplikt. En annan grupp som sannolikt har en viss underdeklaration av aktier är hushåll utan skuldräntor men med så låga totala utdelnings- och andra kapitalinkomster att dessa rymms inom kapitalinkomstavdraget (1 600 för gifta, 800 för ensamstående). Sådan underdeklaration påverkar inte skatternas storlek och skattemyndigheternas incitament till kontroll är därför lågt. En del av underdeklarationen kan givetvis också vara uppenbar falskdeklaration; aktietillgångar i bolag utan utdelning kan vara odeklarerade eller oregistrerade, köp skett efter att utdelningarna avstämplats och så vidare. Sammanfattningsvis kan dock konstateras att myndigheternas kontrollmöjligheter beträffande aktieinnehav måste betecknas som mycket goda.

Appendix 2:B Värderingen av ej börsnoterade aktier

Eftersom dessa aktier inte regelmässigt är föremål för köp och försäljning saknar myndigheterna direkta indikationer på marknadsvärdena. De aktieförsäljningar som sker är ofta förbundna med företagsköp (i många fall gjorda av investmentbolag) eller vid generationsskiften. Bolagens aktier ägs i allmänhet direkt eller indirekt av en enskild fysisk person, en familj eller av en liten grupp fysiska personer.

Det finns i princip två olika metoder för värdering av ej börsnoterade aktier; *substansvärdering* och *avkastningsvärdering*. I vissa specialfall tillämpas s. k. *likvidationsvärdering*.

Substansvärdering innebär i regel att aktiebolaget behandlas som om motsvarande tillgångar och skulder ägdes direkt av en fysisk person. En klar skillnad är dock att nettobehållningen minskas med hänsyn till latent utskiftningsskatt i bolaget. I likhet med personliga bolag kan värdering ske efter huvudregel och spärregel. Taxeringsvärdet är det högsta av dessa två värden. Skillnaderna mellan de två reglerna gäller behandlingen av lager och inventarier. Eftersom substansvärderingen följer principerna för värdering av personliga företag upptas fastigheter till taxeringsvärden och ej till marknadsvärden. Lager kan också tas upp till det lägsta värde som taxeringsåret kunde godkännas vid inkomsttaxeringen. För jordbrukare och enskilda företagare, dvs. personer som *inte* bedrev sin rörelse i bolagsform uppgick de verkliga lagren till i genomsnitt nära 1,5 gånger de redovisade värdena på grund av de dolda lagerreserverna. De substansvärderade aktiebolagen torde på liknande sätt ha betydande lagerreserver.

Både beträffande lager och fastigheter borde därför substansvärdena underskatta företagens "marknadsvärde". Ett särskilt problem var de byggnadsföretag som hade möjlighet att lagerföra sitt fastighetsbestånd. Dessa s. k. "fastighetslager" fick upptas till 85 % av nedlagda direkta kostnader. En konsekvens av denna möjlighet blev att många byggnadsföretag 1975 fick substansvärdet noll trots att de i många fall hade ett betydande marknadsvärde.

Avkastningsvärdering innebär att aktierna värderas utifrån den utdelning de lämnar och i framtiden beräknas lämna. Denna direkta metod kan i princip endast användas om direkt vinstutdelning sker i skälighetsomfattning och om indirekt utdelning i form av löneuttag inte förekommer. Om dessa förutsättningar inte gäller kan avkastningsvärdering ske genom en beräkning av nuvärdet av företagets förväntade framtida avkastning. I praktiken genomfördes denna beräkning på basis av tidigare års resultat.

Av ovanstående beskrivning av substansvärdeметoden och avkastningsvärdeметoden framgår att värderingarna innehåller många osäkra moment och i många fall inte direkt kan jämföras med värderingen av de börsnoterade aktierna. Ett ytterligare osäkerhetsmoment är att länsstyrelserna inte årligen omvärderar varje bolag. I vissa fall är därför taxeringsvärdet grundat på beräkningar flera år tillbaka i tiden. Vi har av naturliga skäl inte kunnat omvärdera enskilda bolag eller undersökt skillnader i värderingen av olika aktier.

3 Hushållens aktieäggande 1975

Av kapitel 2 framgick att aktieinnehavet i vår undersökning kan uppdelas på börsaktier, aktier i utländska bolag, aktier i medelstora företag, aktier i övriga företag samt aktier ägda via handelsbolag. Börsaktier omfattar i detta sammanhang också företag på den s. k. fondhandlarlistan, aktiefonder och aktiesparkklubbar. Bland de utländska aktierna ingår en obetydlig post utländska obligationer. De ej börsnoterade företagen är vanligtvis svåra att dela upp i klart åtskilda grupper. I denna undersökning har benämningen "medelstora företag" använts för de ca 20 000 företag som upptogs i riksskatteverkets nationella aktievärderingslista för 1975. Det fanns däremot inte någon fixerad storleksgräns för hur små företag som medtogs på listan, bl. a. saknas ett antal relativt stora företag med endast en eller ett fåtal ägare. I praktiken finns också regionala skillnader i registreringer.

Gruppen "övriga företag" kommer därigenom att bestå av ett fåtal större företag med koncentrerat ägande men framför allt av de allra minsta bolagen – "5 000-kronors bolagen" m. m. De företag som främst berörs av de olika löntagarförsörjningslagen är de största börsföretagen och en mindre del av de s. k. medelstora företagen. Aktier ägda via handelsbolag avser de tillgångar i personligt ägda handelsbolag, som kunnat identifieras som aktier. Denna post innehåller därför både börsaktier och andra typer av aktier men går däremot inte att uppdelas på aktieslag.

Gemensamt för de ej börsnoterade aktierna är att aktievärdena inte utgör marknadsvärden utan någon form av substans- eller avkastningsvärden (se Appendix 2:B). Aktiernas marknadsvärden kan i många fall kraftigt överstiga dessa taxeringsvärden. Det finns dock ingen möjlighet att här korrigera för denna skevhet och försiktighet måste iakttas vid slutsatser beträffande värdet av de ej börsnoterade aktierna.

3.1 Antal aktieägare och innehavens storlek

Det totala antalet aktieägarhushåll var vid slutet av 1975 enligt vårt material 455 000, vilket motsvarade 11 procent av alla hushåll i landet (se tabell 3.1). Bland aktieägarna fanns 334 000 med börsaktier, 13 000 med utländska aktier, 54 000 med aktier i de 20 000 medelstora företagen och 123 000 med övriga aktier. Ett ytterst begränsat antal hushåll ägde aktier via handelsbolag.¹ Detta innebär att 8 procent av de svenska hushållen ägde börsaktier, 1,3 procent aktier i de medelstora företagen, 0,3 procent i utländska bolag och 3

¹ Enligt våra beräkningar mindre än 2 000 hushåll men denna uppgift är högst osäker, då den baseras på uppräknningar av mycket små tal.

Tabell 3.1 Antal hushåll med olika typer av aktier och innehavens värde den 31 december 1975

	Börsaktier	Aktier i utländska företag	Aktier i medelstora företag	Aktier ägda via HB	Aktier i övriga företag	Totalt
Summa tillgång (milj. kr.)	19 356	628	5 238	267	2 184	27 673
Antal ägare	334 000	13 000	54 000	(2 000)	123 000	455 000
Antal hushåll totalt	4 107 000	4 107 000	4 107 000	4 107 000	4 107 000	4 107 000
Andel ägare, av samtliga hushåll, %	8,1	0,3	1,3	0,0	3,0	11,1

procent i övriga svenska aktiebolag. Det totala antalet aktieägare, 455 000 var 69 000 hushåll lägre än det summerade antalet ägare aktieslag för aktieslag, varför många hushåll måste äga minst två olika aktieslag ex. börsaktier + utländska aktier. (Om inget hushåll antas ha ägt mer än två aktieslag, ägde 386 000 hushåll enbart ett aktieslag och 69 000 hushåll två aktieslag. Eftersom det i verkligheten fanns hushåll som ägde alla fem aktieslagen blir det verkliga antalet ägare av enbart ett aktieslag *högre* än 386 000 och antalet ägare till två eller flera aktieslag *lägre* än 69 000.

Det totala värdet av hushållens aktieinnehav var nära 28 miljarder kronor fördelat på drygt 19 miljarder i svenska börsnoterade aktier, drygt 5 miljarder i aktier i "medelstora företag", drygt 2 miljarder i övriga svenska aktier, drygt en halv miljard i utländska aktietillgångar och ett par hundra miljoner ägda via handelsbolag. Dessa resultat tyder på att hushållen direkt ägde ca 43 % av bruttovärdet av alla aktier noterade på Stockholmsbörsen (ca 45 miljarder totalt). De ca 20 000 medelstora aktiebolag som fanns registrerade på riksskatteverkets aktievärderingslista representerade tillsammans ett taxeringsvärde om nära 10 miljarder. De svenska hushållens ägarandel i dessa företag uppgick till ca 55 %. Denna andel är oväntat låg med tanke på att i denna företagsgrupp ingår många s. k. familjeföretag. Här ingår dock också många företag där man vet att juridiska personers ägarintressen är starka, företag som till en del ägs av varlutaullänningar, folkrörelser, samhället m. m. Vår undersökningsmetod kan också tendera att underskatta hushållens innehav av medelstora företag – företag kan felaktigt ha förts till gruppen övriga företag.

De flesta aktieägarhushåll har dock endast begränsade aktietillgångar. Nära en femtedel av ägarna till börsaktier ägde aktier sammanlagt värda mindre än 1 000 kronor och hälften av hushållen (166 000) hade tillgångar i aktier som understeg 10 000 kronor (se tabell 3.2). Samma proportioner återfanns också bland ägarna till medelstora företag (se tabell 3.3). För övriga företag (se tabell 3.4) gällde att över 60 procent av hushållen deklarerade mindre belopp än 10 000 kronor. Här var emellertid de allra minsta beloppen ovanliga och koncentrationen av naturliga skäl stark kring 5 000-kronorsnivån.

Mycket stora aktieinnehav var relativt sett ovanliga. Bara 1,6 procent av aktieägarna (0,13 procent av landets alla hushåll) ägde börsaktier värda över en halv miljon kronor. Ägandet till medelstora bolag var starkare koncen-

Tabell 3.2 Börsaktieinnehavets fördelning på storleksklasser 1975. Antal hushåll
Miljoner kronor och procent

Värde (1 000 kr.)	Antal ägare		Aktievärde		Kumulerat	
	1 000-tal	%	Milj. kr.	%	Antal ägare, %	Aktievärde, %
Över 500	5,5	0,13	7 538	38,9	0,13	38,9
300-500	5,5	0,13	2 090	10,8	0,26	49,8
100-300	27	0,7	4 496	23,2	1,0	73,0
50-100	39	0,9	2 604	13,5	1,9	86,5
25- 50	37	0,9	1 245	6,4	2,8	92,9
15- 25	25	0,6	517	2,7	3,4	95,6
10- 15	28	0,7	366	1,9	4,1	97,5
5- 10	31	0,8	233	1,2	4,9	98,7
1- 5	70	1,7	223	1,1	6,6	99,8
0- 1	65	1,6	44	0,2	8,1	100,0
0	3 773	91,9	0	0	100,0	100,0
Totalt	4 107	100	19 356	100	100	100
varav över 0 (=aktieägare)	334	8,1	19 356	100	8,1	100
varav över 100	38	0,9	14 124	73,0	0,9	73,0

Tabell 3.3 Aktieinnehavet i medelstora företag fördelat på storleksklasser 1975.
Antalet hushåll
Miljoner kronor och procent

Värde (1 000 kr.)	Antal ägare		Aktievärde		Kumulerat	
	1 000-tal	%	Milj. kr.	%	Antal ägare, %	Aktievärde, %
Över 500	1,9		2 613	49,9		49,9
300-500	1,7		637	12,2		62,1
100-300	7	0,2	1 109	21,2	0,2	83,3
50-100	9	0,2	604	11,5	0,4	94,8
25- 50	2		96	1,8	0,4	96,6
15- 25	3	0,1	71	1,4	0,5	98,0
10- 15	3	0,1	47	0,9	0,6	98,9
5- 10	4	0,1	28	0,5	0,7	99,4
1- 5	12	0,3	28	0,5	1,0	99,9
0- 1	11	0,3	6	0,1	1,3	100,0
0	4 053	98,7	0	0	100,0	100,0
Totalt	4 107	100	5 238	100	100	100
varav över 0 (=aktieägare)	54	1,3	5 238	100	1,3	100
varav över 100	10,6	0,3	4 359	83,3	0,4	83,3

Tabell 3.4 Aktieinnehavet i övriga företag fördelat på storleksklasser 1975. Antal hushåll

Miljoner kronor och procent

Värde (1 000 kr.)	Antal ägare		Aktievärde		Kumulerat	
	1 000-tal	%	Milj. kr.	%	Antal ägare, %	Aktievärde, %
Över 500	0,14		309	14,1		14,1
300-500	0,1		40	1,8		16,0
100-300	2		284	13,0		29,0
50-100	3	0,1	239	10,9	0,1	39,9
25- 50	19	0,5	707	32,4	0,6	72,3
15- 25	8	0,2	163	7,5	0,8	79,8
10- 15	7	0,2	91	4,1	0,9	83,9
5- 10	19	0,5	160	7,3	1,4	91,3
1- 5	47	1,1	183	8,4	2,5	99,6
0- 1	18	0,4	8	0,4	2,9	100,0
0	3 984	97,0	0	0	100,0	100,0
Totalt	4 107		2 184	100	100	100
varav över 0 (=aktieägare)	123	3,0	2 184	100	2,8	100
varav över 100	2,2		633	29,0	0	29,0

Tabell 3.5 Aktieinnehavet i utländska företag fördelat på storleksklasser 1975. Antal hushåll

Miljoner kronor och procent

Värde (1 000 kr.)	Antal ägare		Aktievärde		Kumulerat	
	1 000-tal	%	Milj. kr.	%	Antal ägare, %	Aktievärde, %
Över 500	0,2		304	48,4		48,4
300-500	0,3		125	19,9		68,3
100-300	0,5		90	14,3		82,6
50-100	0,7		40	6,4		89,0
25- 50	0,4		14	2,2		91,2
15- 25	0,4		9	1,4		92,6
10- 15			7	1,1		93,7
5- 10			9	1,4		95,0
1- 5			(32)	(5,1)		100,0
0- 1			1		100,0	100,0
0	4 094	99,7	0	0	100,0	100,0
Totalt	4 107		628	100	100	100
varav över 0 (=aktieägare)	13	0,3	628	100		
varav över 100	1,0		519	82,6		82,6

Tabell 3.6 Hushållens totala aktieinnehav fördelat på storleksklasser 1975
Miljoner kronor och procent

Värde (1 000 kr.)	Antal ägare		Aktievärde		Kumulerat	
	1 000-tal	%	Milj. kr.	%	Antal ägare, %	Aktie-värde, %
Över 500	8,1	0,2	11 616	42,0	0,2	42,0
300-500	7,6	0,2	2 905	10,5	0,4	52,5
100-300	35	0,9	5 952	21,5	1,2	74,0
50-100	53	1,3	3 518	12,7	2,5	86,7
25- 50	50	1,2	1 702	6,2	3,7	92,9
15- 25	35	0,9	729	2,6	4,6	95,5
10- 15	39	0,9	518	1,9	5,5	97,4
5- 10	41	1,0	322	1,2	6,5	98,6
1- 5	110	2,7	367	1,3	9,2	99,9
0- 1	77	1,9	46	0,2	11,1	100,0
0	3 652	88,9	0	0	100,0	100,0
Totalt	4 107	100	27 673	100	100	100
varav över 0 (=aktieägare)	455	11,1	27 673	100	11,1	100
varav över 100	50	1,2	20 473	74,0	1,2	74,0

trerat och 3,6 procent av denna ägargrupp innehade över halvmiljonen i sådana tillgångar.

Trots att antalet ägare till stora aktieförmögenheter är så begränsat faller en mycket stor andel av de totala aktietillgångarna på denna grupp. För börsaktier gällde att de 5 500 hushållen med aktieportföljer värda över halvmiljonen ägde sammanlagt 7,5 miljarder i börsaktier, vilket motsvarade 39 procent av hushållens totala börsaktieinnehav. De 11 000 största börsaktieägarna (knappt 0,3 procent av alla hushåll) ägde lika mycket börsaktier som alla andra hushåll i landet sammantagna. En så ytterst begränsad krets som 180 hushåll ägde en tiondel av värdet av börsaktierna. Å andra sidan ägde den halva av aktieägarna med under 10 000 kr. i börsaktier bara 2,5 procent av totala börsinnehavet.

De utländska aktierna var än mer koncentrerade – 500 hushåll ägde nära 70 procent av stocken – och är kanske det mest ojämnt fördelade tillgångsslaget av alla i hela undersökningen.

Ägandet till medelstora företag är också mera ojämnt fördelat än till börsföretagen – 3 600 hushåll ägde över 60 procent av aktievärdet medan den hälft av alla hushåll som hade de lägsta innehaven endast ägde 1 procent av totala aktievärdet.

Även för övriga aktier är innehavets värde i de lägre klasserna obetydligt – de 60 procent av hushållen med de lägsta innehaven ägde bara 2 procent av totala aktievärdet. Drygt 40 procent av värdet föll dock på de 28 procent av hushållen med aktier i klassen 10 000–50 000 och 14 procent på den högsta tillgångsgruppen. Den senare bestod dock bara av 140 hushåll, varför tillgångarna per hushåll räknat var mycket stora.

Aktieägandet är så ojämnt fördelat att det är svårt att översiktligt illustrera

Tabell 3.7 Hushållens aktieägarfördelning 1975; andel av hela aktievärdet som ägdes av de 0,01–10 procent största aktieägarna i befolkningen. Börsnoterade aktier och aktier totalt

Största aktieägare andel av <i>alla</i> hushåll, % ^a	Börsaktier	Samtliga aktier
0,01	15	14
0,1	35	34
1,0	75	70
10	100	99,8

^a Observera att här är nämnaren landets alla 4,1 miljoner hushåll.

Tabell 3.8 Hushållens aktieägarfördelning 1975; andel av hela aktievärdet som ägdes av de 0,1–20 procent största aktieägarna. Börsnoterade aktier och aktier totalt

Största aktieägare andel av aktiehushåll, % ^a	Börsaktier	Samtliga aktier
0,1	13	14
1,0	33	35
10,0	71	72
20,0	85	85

^a Observera att nämnaren här utgörs av de 334 000 börsaktieäggande hushållen respektive de 455 000 totalt aktieäggande hushållen.

detta. I tabell 3.7 och 3.8 har vi dock gjort försök att visa hur stor andel av det totala aktievärdet som ägdes av olika andelar av befolkningen resp. andelar av aktieägarna.

Tabellerna utvisar ytterst ojämna fördelningar. Givetvis ter sig ojämnheten i aktieägarfördelningen störst när man som i tabell 3.7 använder hela befolkningen som bas för jämförelsen.

En hundradels procent av hushållen (0,01 %) äger 15 % av alla hushålls börsaktier. För den totala förmögenhetsfördelningen gäller att den rikaste procenten hushåll äger 15–20 % av alla tillgångar. Samma andel av aktievärdet ägs alltså av en hundradel så stor befolkningsfraktion. I inkomstfördelningsstudier brukar man få till resultat att den tiondel av hushållen med de högsta disponibla inkomsterna tillsammans disponerar 15–20 procent av alla inkomster. Samma andel av aktievärdet ägs alltså av en tusendel så stor befolkningsfraktion. Mätt på detta sätt är därför aktieäggandet i Sverige 100 resp. 1 000 gånger ojämnare fördelat än inkomsterna resp. förmögenheterna.

Siffrorna i tabellerna anger *ojämnheter av en sådan dignitet att det är svårt att för Sverige finna ekonomiska storheter som har lika skev fördelning*. Konsumtionen, inkomsterna och totalförmögenheterna är (lyckligtvis) vida jämnare fördelade än aktieinnehavet. Inte ens när vi går tillbaka i tiden till 1920 och den ojämaste förmögenhetsfördelning vi funnit under den senaste 60-årsperioden blir ojämnheten i den totala förmögenhetsfördelningen i nivå med ojämnheten i aktieäggandet 1975.

För att finna ägarfördelningar med samma grad av ojämnhet får man antingen välja ägandet av hyreshus i Sverige eller aktieägandet i vissa andra industriländer.

3.2 Antal ägda olika börsaktier per person

De hittills presenterade resultaten har gällt storleken på olika hushålls innehav av börsaktier, utländska aktier m. m. Genom vår datainsamlingsmetod har vi också möjlighet att för börsaktier redovisa hur individerna valt att sprida sitt innehav mellan olika bolag. I de 334 000 hushåll som redovisat ägande till börsaktier fanns 371 000 enskilda individer som i sina självdeklarationer uppgivit börsaktieinnehav. Hur dessa personer fördelat sitt innehav mellan olika svenska börsnoterade aktiebolag framgår av tabell 3.9. De flesta aktieägarna ägde endast ett fåtal bolags aktier – nästan 60 % hade placerat i högst två bolag och över 70 % hade placerat i högst tre bolag. Spegelbilden är naturligtvis att bara ett ytterst litet antal ägare innehade många bolags aktier – en promille av ägarna hade tillgångar i över 30 olika bolag (av maximalt möjliga 160 börsnoterade, på fondhandlarlistan m. m.).

Tabell 3.9 anger antalet ägda bolag utan hänsyn till om ägandet avser 1 aktie eller 10 000. I varje klass finns givetvis en mycket stor spridning i innehavets värde. Det finns exempelvis personer som äger börsaktier i endast ett företag men till miljonbelopp. Det normala är dock ett positivt samband mellan antalet ägda företag och innehavets värde. Vid stora innehav sker således en spridning på ett ökat antal aktier samtidigt som personer som äger många bolags aktier normalt också har stora bruttoinnehav. Detta illustreras av tabell 3.10 som visar sambandet mellan antalet olika börsbolag som personerna äger aktier i och värdet av deras totala börsaktieinnehav. Medelinnehavets storlek är 11 000 kronor för personer

Tabell 3.9 Antal ägda olika börsaktier per aktieägare 1975

Antal bolag per individ

Antal olika börsbolag	Antal personer	%	Kumulerat, %
1	169 000	46	46
2	50 000	14	60
3	45 000	12	72
4	20 000	5	77
5–10	60 000	16	94
11–15	15 000	4	98
16–20	5 000	1	99
21–30	4 000	1	99,9
>30	350	0,1	100
Totalt	371 000	100	100

Tabell 3.10 Antal ägda börsbolag och totala börsinnehavets värde 1975

Antal ägda börsaktier (företag per personer)	Värde på genomsnittligt totalt börsaktieinnehav (kronor per person)
1	11 000
2	20 000
3	28 000
4	47 000
5-10	99 000
11-15	239 999
16-20	411 000
21-30	550 000
>30	1,6 miljoner

som har sitt innehav enbart koncentrerat till ett enda företags aktier. Medelvärde stiger snabbt med växande antal aktieslag upp till 1,6 miljoner för personer med innehav spritt över minst 30 olika börsföretag.

3.3 Aktieutdelningar

3.3.1 Antal hushåll med utdelning och mottagna belopp

Aktieutdelning lämnas som bekant främst av börsnoterade bolag och av vissa andra större företag med relativt spritt ägande. I det stora flertalet mindre bolag eller i bolag där en enda familj eller ägargrupp helt dominerar ägarbilden finns andra möjligheter till vinstuttag vid sidan av rena aktieutdelningar. Där torde det i första hand ske antingen via löpande löneuttag eller som realisationsvinst vid avyttring av företagen.

Det var 330 000 hushåll som i deklarationerna angav att de 1975 mottagit aktieutdelning jämfört med 455 000 hushåll som uppgav sig vara aktieägare. Antalet utdelningsmottagande hushåll uppgick därmed till ca 70 procent av antalet aktieägare. Tabell 3.11 anger hur utdelningarna fördelade sig mellan olika aktietyper samt "direktavkastningens" storlek. Av tabellen framgår börsaktiernas dominans – nära 90 % av utdelningsbeloppet avsåg börsnoterade företag. Över 90 procent av antalet hushåll som deklarerat innehav av börsaktier deklarerade också utdelningsinkomster från detta innehav.

Övriga utdelningar var därför relativt sett små – 3 procent av beloppet hänförde sig till utländska bolag, knappt 5 procent till "medelstora" bolag och 2 procent till övriga bolag. Tabellen anger också att andelen hushåll som fick utdelning var vida högre bland ägare till börsnoterade aktier – svenska eller utländska – än bland övriga ägargrupper.¹ Omkring 90 procent av ägarna till börsnoterade aktier deklarerade utdelningsinkomst jämfört med bara 45 procent bland ägarna till medelstora företag och endast 12 procent av ägarna till övriga företag.² Sannolikt hade de ej börsnoterade företag vilkas utdelningar här registrerats ett avsevärt mera spritt ägande än andra ej börsnoterade företag. Några av dem har troligen börsintroducerats sedan 1975.

¹ Man brukar räkna med att totalt sett, dvs. oavsett ägarform, brukar ca 5 000 företag i Sverige lämna utdelning till sina ägare som kan vara hushåll, moderbolag, eller andra juridiska personer. Det är således en minoritet av de ej börsnoterade företagen som lämnar utdelning.

² Det finns här en komplikation genom att många hushåll endast deklarerat utdelning, andra enbart ägarinnehav. En naturlig förklaring kan vara köp eller försäljning under perioden mellan utdelningstillfället och årsskiftet. En annan kan vara att utdelningar inom ramen för sparavdraget (800 kronor för ensamstående, 1 600 kronor för gifta tillsammans) inte upptagits men väl aktievärdet. Dessa komplikationer gäller främst börsnoterade aktier.

Tabell 3.11 Hushållens aktieutdelningar fördelat på olika aktieslag 1975

Aktieslag	Antal hushåll som dekl. utd.	I % av antalet ägarhushåll	Utdeln.-belopp milj. kr.	Utdeln./aktie-värde, %
Börsnoterade	299 000	90	689	3,6
Utländska	11 000	84	22	2,5
Medelstora företag	24 000	45	36	0,7
Övriga	15 000	12	19	0,9
Totalt	330 000 ^a	70	775 ^b	2,8

^a 330 000 olika hushåll deklarerade någon form av utdelning 1975, vilket kan jämföras med summan av antalet hushåll med utdelning från börsnoterade aktier, utländska aktier etc. som är 349 000. Högst 20 000 hushåll erhöll därför utdelning från två eller flera aktieslag.

^b I beloppet ingår också utdelningar på aktier ägda via handelsbolag.

I den sista kolumnen i tabell 3.11 har de deklarerade utdelningsbeloppen satts i relation till hushållens deklarerade aktietillgångar vid slutet av 1975. Kolumnen ger därför ett mått på aktiernas direktavkastning. Denna är i genomsnitt avsevärt högre för svenska och utländska börsaktier än för aktier i medelstora och övriga bolag – omkring 3,5 procent jämfört med under en procent.¹ Vi har tidigare i Appendix 2:A angett att det finns mycket som pekar mot att deklareringsvärdet av ej börsnoterade aktier starkt underskattar deras verkliga "marknadsvärden". Den genomsnittliga direktavkastningen skulle därför blivit ännu lägre om de högre marknadsvärdena kunnat användas. Som påpekats tidigare får ägarna till dessa företag ofta i stället ut sin kapitalavkastning i annan form.

Det relativt sett blygsamma belopp (sammanlagt 86 miljoner kronor) som hushållen uppgivit sig mottaga från ej börsnoterade bolag eller utländska bolag är för litet för att det skall vara meningsfullt att redovisa detta fördelat på storleksgrupper. I tabell 3.12 redovisas därför endast utdelningar totalt och utdelningar avseende börsnoterade aktier. Denna tabell kan jämföras med motsvarande ägartabell 3.2. Huvudparten av hushållen mottog relativt sett blygsamma belopp – omkring tre fjärdedelar av hushållen fick under 1 000 kronor i utdelning.

För börsaktierna innebar detta att av de nära 300 000 hushållen med utdelning mottog 220 000 under 1 000 kr. Tillsammans mottog dessa tre fjärdedelar av alla aktieäggande hushåll bara drygt en tiondel av hushållens totala utdelningsinkomster. Under 10 000 kronor i utdelning mottog 288 000 "börshushåll" vilket var 96 procent av hela gruppen. *Antalet aktieägare med utdelningsinkomster av samma storlek som deras arbetsinkomster är därför mycket liten.* Bara en procent av de börsaktieäggande hushållen (mindre än en promille av alla landets hushåll) mottog över 25 000 kronor i utdelningar på sitt aktieinnehav. Denna grupps genomsnittliga utdelningsinkomster var dock så stora att de tillsammans erhöll nära en tredjedel av alla aktieutdelningar. Dessa relationstal är naturligtvis bara en avspiegling av att aktieäggandet är så ytterligt ojämnt fördelat i landet.

En jämförelse av börsaktiernas utdelning och de totala utdelningarna utvisar att effekterna från ej börsnoterade bolag förstärker koncentrationen

¹ Genomsnittsvärden har olika innebörd för börsnoterade och för ej börsnoterade bolag. I den förra gruppen lämnade praktiskt taget alla bolag utdelning 1975 och genomsnitt och median ligger därför nära varandra. I den senare gruppen lämnade däremot bara ett fåtal företag utdelning och genomsnitt och median skiljer sig starkt åt.

Tabell 3.12 Aktieutdelningarnas fördelning på storleksskisser 1975 (tusental hushåll och miljoner kronor)

Utdelningens storlek 1 000 kr.	Aktieslag							
	Börsnoterade aktier				Samtliga aktier			
	Antal hushåll 1 000-tal	%	Belopp milj. kr.	%	Antal hushåll 1 000-tal	%	Belopp milj. kr.	%
>500	0,02		18	2,6	0,03		35	4,5
300-500	0,03		10	1,5	0,03		11	1,4
100-300	0,3	0,1	54	7,8	0,4	0,1	66	8,5
50-100	0,7	0,2	48	7,0	0,8	0,2	58	7,5
25- 50	2,4	0,8	84	12,2	2,8	0,8	9	12,4
15- 25	4	1,3	76	11,0	4	1,2	86	11,1
10- 15	4	1,3	50	7,2	5	1,5	60	7,7
5- 10	14	4,7	106	15,4	14	4,2	107	13,8
3- 5	16	5,4	75	10,9	18	5,5	83	10,7
1- 3	37	12,4	84	12,2	38	11,5	86	11,1
0- 1	221	73,9	83	12,0	247	74,8	88	11,2
Summa med utdelning	299	100	689	100,0	330	100	775	100,0
Utan utdelning	3 808	92,7			3 777	92,0		
Samtliga hushåll	4 107	100			4 107	100		

ytterligare. De flesta hushåll som mottar utdelningar från ej börsnoterade företag mottar också mindre belopp. Den stora majoriteten får under 1 000 kr. vardera. En betydande del av de utdelade *beloppen* tillfaller dock antingen hushåll i stora enskilda poster eller hushåll som samtidigt mottar stora utdelningsbelopp från börsaktier. Därigenom blir de totala aktieutdelningarna starkare koncentrerade till det relativt sett lilla antalet hushåll med mera betydande utdelningsinkomster.

3.3.2 Direktavkastning – förmögenhet

I det föregående avsnittet gavs en bild av hur utdelningarna fördelade sig storleksmässigt och mellan olika aktieslag. Resultaten angav att det främst var börsbolag som lämnade utdelningar. Här undersöks om börsaktiernas "direktavkastning" på ett påtagligt sätt varierar med nettoförmögenhetens storlek. Motivet för en sådan undersökning är flera: Det framförs ofta hypoteser om att aktieägarnas val mellan olika aktier kan vara påverkade av kombinationen direktavkastning – skattesats. Enligt en sådan hypotes skulle personer med låg skattesats under i övrigt lika förhållanden, föredra aktier med hög direktavkastning medan personer med hög skattesats i samma situation föredrar lågavkastande och lågbeskattade tillväxtaktier.

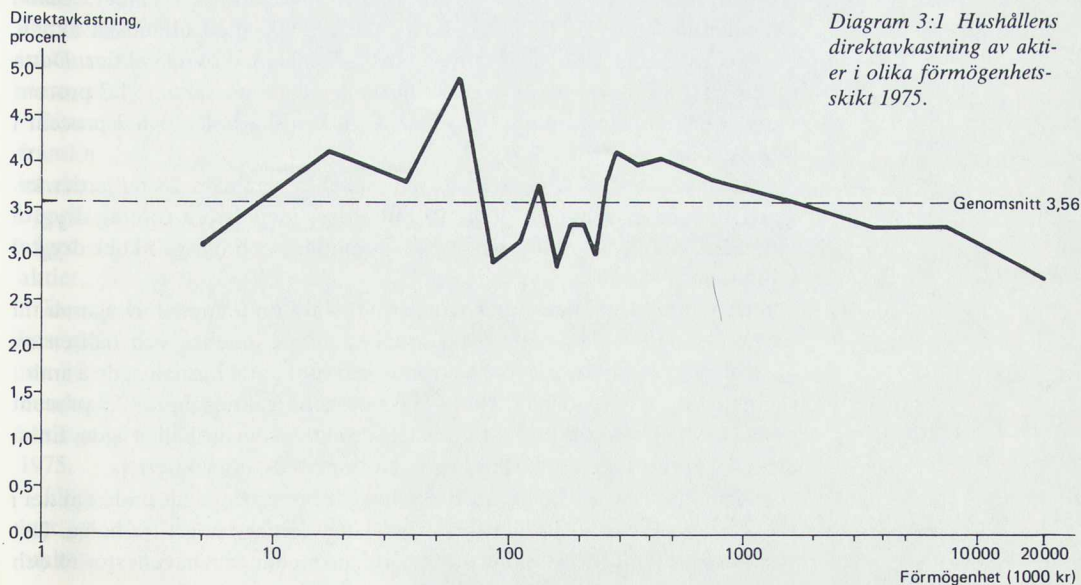
Det finns också andra konkurrerande hypoteser. Man kan exempelvis tänka sig att direktavkastningen höjs i låga förmögenhetsskikt på grund av att högavkastande aktier kan ha haft dålig kursutveckling, vilket automatiskt dragit ned ägarnas förmögenhet. Den motsatta tendensen är tänkbar i höga

förmögenhetsskikt. Lågavkastande aktier med god historisk tillväxt har höjt ägarnas förmögenhet och lyft dem i förmögenhetshierarkin. Det finns således flera tänkbara förklaringar till ett eventuellt samband mellan förmögenhetens storlek och aktiernas direktavkastning.

Det empiriska materialet som det framkommer i diagram 3.1 ger dock inte belägg för att det över huvud taget skulle finnas en systematisk samverkan mellan direktavkastning och förmögenhet. Direktavkastningen uppvisar obetydliga svängningar över förmögenhetsskalan. De lägsta förmögenhetsskikten (med negativ taxerad nettoförmögenhet) uppvisar i och för sig en hög direktavkastning och det allra högsta miljonärsskiktet uppvisar den lägsta direktavkastningen men däremellan är variationerna stora och osystematiska.

En komplikation finns genom vårt här, av tekniska skäl, använda mått på direktavkastningen, dvs. utdelningsinkomsten under året dividerad med aktievärdet vid årets slut. Om hushållen i ett förmögenhetsskikt exempelvis systematiskt sålt ut aktier efter utdelningstillfället höjs värdet på direktavkastningen. Om däremot systematiska köp genomförts sänks direktavkastningen.

I den allmänna debatten hävdas ibland att det pågår en process som innebär att de stora kapitalägarna långsiktigt och successivt överger aktier för andra förmögenhetsobjekt. För att undersöka riktigheten i denna hypotes krävs flera undersökningar spridda över flera år, där man helst också bör följa en panel av hushåll, dvs. studera samma hushålls aktieäande under en tidsperiod. Vi har ännu inte denna möjlighet eftersom vi endast har tillgång till hushållens aktieäande vid en enda tidpunkt – den 31 december 1975. En jämförelse mellan aktieägandet vid denna tidpunkt och utdelningarna för hela inkomståret kan dock ge en indikation på om det skett betydande nettoköp eller nettoförsäljningar under året i vissa förmögenhetsskikt.



Utdelningarna utfaller normalt i april-maj, och tillfaller de som vid utdelningstillfället var ägare till aktien.

Eftersom direktavkastningen här mäts som den deklarerade utdelningens andel av aktietillgångarnas värde vid årsskiftet kommer ett hushåll som kontinuerligt under året starkt ökat sitt aktieinnehav att registreras med låg direktavkastning medan hushåll som nettosålt delar av aktieinnehavet kommer att registreras med hög direktavkastning. Om direktavkastningen varit systematiskt högre i höga förmögenhetsskikt skulle detta därför kunna vara en indikation på att de rikaste hushållen varit nettosäljare av aktier. Enligt diagram 3.1 fanns det dock inte något sådant systematiskt samband mellan direktavkastning och förmögenhet – direktavkastningen var tvärtom allra lägst i den allra högsta klassen. En sådan effekt kan förklaras antingen av att de högsta förmögenhetsskikten varit starkare nettoköpare av aktier andra halvåret 1975 än andra förmögenhetsskikt eller av att de allra rikaste hushållens placeringspolitik varit inriktad mot lågavkastande aktier. Man kan inte på basis av materialet säga vilken effekt som dominerat. Eller rättare sagt; om de högsta förmögenhetsskikten under sommaren och hösten 1975 övergav börsaktier som placeringsform så måste (eftersom de rikaste hushållen hade en observerad direktavkastning klart under genomsnittet) denna effekt ha överflyglats av att de rikaste hushållen hade extremt låg direktavkastning på sitt innehav.

3.4 Sammanfattning

I detta kapitel har beskrivits hushållens aktieäggande vid årsskiftet 1975/76, som det framkommer i deras självdeklarationer. Aktieinnehavet kan uppdelas på börsnoterade aktier, aktier i medelstora bolag, utländska aktier, aktier ägda via handelsbolag och övriga aktier.

Det totala antalet aktieäggande hushåll var den 31 december 1975 ca 455 000, vilket motsvarade 11 procent av alla hushåll i landet. Bland aktieägarna fanns 334 000 med börsaktier, 13 000 med utländska aktier, 54 000 med aktier i medelstora bolag och 123 000 med övriga aktier. Detta innebär att 8 procent av de svenska hushållen ägde börsaktier, 1,3 procent aktier i medelstora företag, 0,3 procent i utländska bolag och 3 procent i övriga bolag.

Det totala värdet av hushållens aktieinnehav var nära 28 miljarder kr. varav börsaktier utgjorde drygt 19 miljarder, medelstora företag drygt 5 miljarder, utländska aktier drygt en halv miljard och övriga aktier drygt 2 miljarder.

De flesta aktieägarnas innehav var små. Nära en femtedel av ägarna till börsaktier ägde mindre än 1 000 kronor i totalt innehav och hälften av hushållen ägde mindre än 10 000 kronor. Ett litet antal hushåll ägde å andra sidan mycket stora innehav. De 11 000 största börsaktieägarna (0,3 procent av alla hushåll) svarade för hälften av alla de aktier som hushållen ägde. En så exklusiv grupp som 180 hushåll ägde en tiondel av börsaktierna.

Nära hälften av de 333 000 hushåll som ägde börsaktier ägde endast aktier i ett börsbolag och tre fjärdedelar av hushållen aktier i högst tre bolag. Det fanns också ett mycket starkt positivt samband mellan innehavens storlek och

antalet ägda aktier. För personer med endast ett börsbolags aktier uppgick det totala medelinnehavet till 11 000 kronor jämfört med drygt en och en halv miljon kronor för hushåll som ägde aktier i över 30 olika börsbolag.

Aktieutdelningar lämnades framför allt av börsnoterade bolag. Tre fjärdedelar av alla hushåll som mottog utdelningar fick belopp understigande 1 000 kronor. Aktiernas direktavkastning dvs. utdelningarnas andel av aktietillgångarna varierade däremot osystematiskt med nettoförmögenhetens storlek.

Appendix 3:A¹ Antalet aktieägare – jämförelser med andra uppskattningar

De här framkomna uppgifterna om antalet aktieägare – 455 000 aktieäggande hushåll totalt och 334 000 för enbart börsaktier skiljer sig starkt från den uppgift på 740 000–750 000 som i pressen vanligtvis brukar anges gälla för enbart börsaktier.

Skillnaden mellan den i pressen (hittills?) använda uppgiften och den som här framkommit är så stark att den kräver en kommentar. För det första bör observeras att det finns viktiga principiella skillnader mellan de två uppskattningarna. Vår beräkning avser antalet *hushåll* som deklarerade aktieinnehav för slutet av 1975. Vår beräkning underskattar det verkliga antalet ägarhushåll eftersom ett antal hushåll inte deklarerat sitt innehav eller varit befriade från deklarationsplikt (t. ex. pensionärer med låga inkomster). Taxeringsmyndigheternas kontrollmöjligheter är dock mycket stora, varför börsaktierna bör vara väl täckta.

Ytterligare en möjlighet vid sidan av falskdeklaration är att ägarna till framför allt aktiefonder och medlemmarna i aktiesparklubbar redovisat sina innehav som "andelar i ekonomisk förening", "övrig tillgång" etc. Våra uppgifter, liksom andra som baseras på deklarationsmaterial, bör därför något underskatta antalet hushåll som är direkta ägare till börsnoterade aktier, aktiefondandelar eller är medlemmar i aktiesparklubbar.

Den i pressen använda uppgiften avser ett helt annat ägarbegrepp och är baserad på helt andra undersökningsmetoder än vår undersökning. Uppgiften 740 000 aktieägare kommer ursprungligen från Aktiespararnas riksförbund och är deras tolkning av resultaten från två SIFO-undersökningar om aktiesparande och potentiellt aktiesparande i maj-juni och september 1975.

Uppgiften baseras på intervjuer med ett representativt urval om sammanlagt ca 2 000 personer i åldrarna 18–75 år. Av dessa personer uppgav sig omkring 200 äga aktier. Med aktier avsågs då börsaktier, andelar i

¹ Detta appendix är en utvidgning av avsnitt 4.5.3 i SOU 1979:9.

aktiefonder eller i aktiesparkklubbar.¹

SIFO:s undersökning har haft ett helt annat syfte än vår studie. I vår studie undersökte vi antalet *hushåll* som *juridiskt* sett var aktieägare. SIFO undersökte däremot antalet *personer* som *psykologiskt* upplevde sig vara aktieägare. Detta gjorde man genom att direkt till individen ställa frågor av typen: Äger Ni aktier i något börsnoterat bolag? Om en av makarna i en familj är formellt registrerad som aktieägare är juridiskt sett båda makarna i regel aktieägare. Enligt SIFO:s material har många sådana ej formella ägare upplevt sig som "psykologiska" ägare och svarat jakande på frågan om de ägde börsaktier. Många som svarat nekande på frågan har dock uppgett att maken/makan äger aktier. I dessa fall upplever tydligen inte individen sig som "psykologisk" ägare trots att han eller hon juridiskt sett har del i aktieinnehavet. Ytterligare ett problem med SIFO:s "psykologiska" ägarbegrepp är att många ägare till fåmansföretag upplever sig som börsaktieägare om deras eget bolag i sin tur äger börsaktier.

Både vår och SIFO:s undersökning är därför behäftade med mätfel och osäkerhetsmarginaler. De avser två helt olika definitioner av ägarbegreppet – ett juridiskt hushållsägarbegrepp och ett psykologiskt individägarbegrepp. Våra hushållsresultat kan dock omvandlas till individdata som kan jämföras med SIFO:s uppgifter. Det fanns 334 000 hushåll (och 372 000 enskilda individer) som klart deklarerat innehav av börsaktier, fondandelar eller andelar i aktiesparkklubbar. Räknar man samtliga vuxna personer i dessa aktieägarhushåll som potentiella psykologiska aktieägare blir antalet ca 510 000. Till denna siffra skall läggas ett antal individer som enbart äger aktier i ej börsnoterade bolag men där dessa fåmansbolag i sin tur kan äga börsaktier. Det totala antalet vuxna *individer* i hushåll som äger ej börsnoterade aktier men inte direkt äger börsaktier uppgick till ca 190 000. Det totala antalet vuxna personer som enligt deklarationsmaterialet tillhörde hushåll som direkt eller indirekt ägde börsaktier var därför 510 000 till 700 000. Detta intervall anger det maximala antalet personer som enligt deklarationsmaterialet skulle ha kunnat svara ja på en direkt fråga om de ägde börsaktier, dvs. det psykologiskt upplevda ägarbegreppet. Maximivärdet 700 000 aktieägare förutsätter att alla individer i ett hushåll uppfattar sig som ägare till börsaktier om någon individ i hushållet äger börsaktier direkt eller aktier i andra bolag. I praktiken ligger dock maximalalternativet för högt eftersom många ej börsnoterade bolag inte äger börsaktier och andra ej börsnoterade bolag är så stora att ägarna inte betraktar eventuella aktieinnehav som likvärdiga med personliga ägda aktier. I praktiken blir

¹ Här finns flera felkällor; för det första förelåg ett bortfall (vägran m. m.) om 17–19 procent, som kan ha haft ett annat ägande än svarandegruppen. För det andra kan aldrig urvalsundersökningar ge exakta resultat utan bara ange storleksordningen och sannolikhetsintervall för det sökta värdet. I SIFO-undersökningarna skulle det verkliga antalet aktieägare, om bortfallet haft samma ägarstruktur som svarandegruppen och om andelen ägare bland personer över 75 år varit 10 %, med 95 % sannolikhet ha varit lägst 680 000 och högst ca 800 000. Både villkoret beträffande bortfallet och för åldringarna är i högsta grad osäkra. Om aktieägandet i dessa två grupper var lägre än här antagits blir det beräknade totalantalet ägare också lägre och vice versa. SIFO:s uppskattning av antalet aktieägare har därför i likhet med vår undersökning felmarginaler.

därför maximiantalet individuella aktieägare av storleksordningen 600 000.

Enligt SIFO:s material uppgår, uppräknat till totalbefolkningen, antalet personer som svarat ja på frågan om aktieäggande till 740 000, men samtidigt angav ytterligare ca 280 000 personer att maken/makan ägde börsaktier. Vår maxiuppskattning 600 000 individer skall därför närmast jämföras med SIFO:s 1 020 000. Här måste därför antingen föreligga en enorm falskdeklaration eller i bästa fall feldeklaration bland aktieägarna (och kanske i synnerhet bland ägare till aktiefonder och av medlemmar i aktiesparklubbar) eller fel i SIFO-undersökningen. I det förra fallet är vår uppskattning för låg därför att flera hundra tusen aktieägare inte deklarerat sitt aktieinnehav eller i bästa fall redovisat det som "andel i ekonomisk förening", "övrig tillgång" etc.

En alternativ jämförelsebas finns genom värdepapperscentralens (VPC) uppgifter om antalet ägare till VPC-anslutna bolag. Vid slutet av 1975 var 115 bolag anslutna till systemet. Sammanlagt fanns registrerade 366 000 olika ägare.¹ Ett stort antal var dock registrerade trots att de vid undersöknings-tidpunkten helt saknade aktier. Antalet registrerade reella ägare torde därför ha uppgått till totalt drygt 300 000.

För att få ett mått på det totala antalet svenskar med börsaktier måste dock vissa osäkra tillägg och avdrag göras. Avdrag måste ske för alla ägare som ej var svenska fysiska personer, dvs. för aktiebolag, fonder, stiftelser, dödsbon, aktiesparklubbar, utländska ägare, utlandssvenskar m. m., samt för VPC-anslutna bolag som inte tillhörde börsen. Tillägg måste göras för de aktieägare (som inte samtidigt var VPC-registrerade genom äggande i de 115 bolagen), för dem som ägde aktier i de många börsföretag som 1975 ännu inte var VPC-anslutna eller ägde andelar i aktiefonder eller andelar i aktiesparklubbar eller hade s. k. förvaltarregistrering i bank av sitt aktieinnehav. Det är dag omöjligt att med större precision ange storleksordningen på det ägarantal som framkommer om VPC-uppgiften om drygt 300 000 ägare korrigeras på här angivet sätt.²

Det finns också en möjlighet att bolag för bolag jämföra våra uppgifter om antalet ägare med motsvarande VPC-uppgifter. I tabell 3.15 genomförs en sådan jämförelse för de 15 ägarantalsmässigt största företagen. Skillnaderna mellan materialen bör dock observeras: VPC avser tidpunkten 25 augusti 1975 och vår uppskattning den 31 december samma år. I VPC medtas samtliga ägargrupper, dvs. både fysiska och juridiska personer. VPC:s metod kan såsom påpekas i tabellens fotnot medföra dubbelräkningar av okänd storlek. I vissa av bolagen (här markerade med asterisk) skedde nyemission under perioden mellan VPC:s beräkningstidpunkt och årsskiftet. Antalet ägare i de enskilda bolagen kan också ha förändrats under de fyra höstmånaderna 1975 ex. om någon eller några av bankerna starkt rekommenderat sina kunder att köpa eller sälja. Trots att antalet ägare i de här medtagna 15 bolagen är förhållandevis stort finns naturligtvis risken att urvalsmetoden via slumpen kan ha påverkat resultaten. För de femton bolagen sammantagna torde dock denna felkälla vara av mindre betydelse.

Enligt tabell 3.15 ligger vår sammanvägda ägaruppskattning i de femton bolagen ca 17 procent under VPC:s uppgift om det totala antalet ägare. Detta

¹ VPC Årsredovisning 1977.

² Jfr Ramklint L., DN 2 augusti 1978 och Affärsvärlden nr 30-31, 1978.

Tabell 3.15 Antalet aktieägare i de 15 ägarmässigt största börsregistrerade och VPC-registrerade bolagen 1975 enligt förmögenhetsundersökningen och enligt värdepapperscentralen (VCP)

Bolag	Antal ägare enl. VPC deklarationerna	VPC	Deklarationer/ VPC, %
Volvo	107 503	120 191	89,4 ^a
Gränges	44 901	62 328	72,0
Svenska Handelsbanken	61 144	66 904	91,4
SE-banken	49 437	56 269	87,9 ^a
STAB	28 428	41 587	68,4
SKF	26 946	40 748	66,1 ^a
Atlas Copco	40 043	40 318	99,3
Electrolux	25 764	34 386	74,9
Stora Kopparberg	28 362	33 587	84,4
Beijerinvest	17 781	27 255	65,2
Boliden	20 030	26 989	74,2
NK	23 093	24 357	94,8
Cardo	24 621	22 816	107,9
Alfa-Laval	19 572	22 562	86,7
Euroc	11 728	19 887	59,0
Summa	529 353	640 184	82,7

^a Nyemission eller fondemission ägde rum mellan den 25/8 och 31/12 1975. Med deklarationsmaterialet avses vår undersökning av individernas självdeklarationer för tidpunkten 31/12 1975. Med VPC avses totalantalet (med undantag för ett okänt antal utländska aktieägare som har sina aktier inregistrerade i utländsk förvaltares namn) registrerade aktieägare, dvs. både individer, bolag, stiftelser etc. per den 25 augusti. VPC:s beräkning är baserad på en direkt databearbetning av VPC:s egna ägarband för ej förvaltarregistrerade aktier, vilken kompletterats med uppgifter från banker och mäklare på antalet ägare med förvaltarregistrerade aktier. Detta medför dubbelräkning om samma ägare både har aktier registrerade i eget namn och förvaltarregistrerade eller i förvar hos flera banker eller mäklare.

anger också storleksordningen på den teoretiskt *maximala* underskattning som kan finnas i vårt material. Eftersom inte bara svenska fysiska personer utan också aktiebolag, stiftelser, föreningar, aktiesparkklubbar, dödsbon, utländska medborgare, svenskar verksamma utomlands etc. ingår i VPC-uppgifterna och VPC innehåller dubbelräkningar (se tabellens fotnot) är storleken på den praktiskt sett maximala underskattningen vida lägre än tabellens femton procent. Det är svårt att exakt bestämma storleken på de korrigeringar som måste göras av VPC-materialet för att nå full jämförbarhet. Enligt vår uppfattning skulle dock sådana korrigeringar sannolikt medföra att differensen mellan de två antalsuppgifterna reduceras till storleksordningen fem procent. Våra ägaruppgifter skulle därför underskatta det verkliga antalet fysiska personer som direkt äger aktier i resp. bolag med i genomsnitt ca 5 procent. Inom den ramen skulle rymmas vissa pensionärgruppers odeklarerade innehav, aktier registrerade på barn och fel- eller falskdeklaration.

En slutsats av denna jämförelse mellan våra uppgifter om antalet ägare av börsaktier och VPC:s måste bli att de två materialen är väl konsistenta med varandra och att de torde ge en bra bild av hushållens direktäggande av börsaktier.

4 Vem äger aktier?

4.1 Aktieäggande och förmögenhet

Med förmögenhet kan här avses antingen taxerad nettoförmögenhet, taxerad bruttoförmögenhet, nettoförmögenhet till marknadspris eller bruttoförmögenhet till marknadspris. Skulderna utgör skillnaden mellan brutto- och nettobegreppen medan marknadsprisivärdering innebär att taxeringsvärdet på fastighetsinnehavet ersätts med marknadspriser. Däremot justeras inte i något fall de taxerade aktievärdena.

Aktiernas betydelse som förmögenhetstillgång blir av tekniska skäl givetvis starkast när taxeringsvärden och inte marknadspriser används eftersom endast fastigheter här kunnat uppräknas till marknadspriser. Sambandet aktieäggande och förmögenhetens storlek blir då också starkast. Hushållens totalt deklarerade aktietillgångar representerade 8 % av taxeringsvärdet av alla tillgångar jämfört med 5 % vid marknadsprisivärdering. För att aktiernas andel av den marknadsprisivärderade totalförmögenheten skall uppgå till 8 % krävs att de ej börsnoterade aktiernas marknadsvärden uppgår till tre gånger deras taxeringsvärden.

Här behandlas i fortsättningen sambandet aktieäggande – taxerad förmögenhet. I tabell 4.1 anges andelen aktieäggare i olika förmögenhetsskikt där hushållen rangordnats efter storleken på sina taxerade nettoförmögenheter. Sambanden förmögenhet – andel aktieäggare är för varje aktieslag och för aktier totalt sett mycket klara. Praktiskt taget alla hushåll i det allra högsta förmögenhetsskiktet ägde börsaktier jämfört med vart tjugonde till vart femtionde i de lägre förmögenhetsskikten.

Medan tabell 4.1 avsåg andelen hushåll i olika förmögenhetsskikt som var aktieäggare anges i tabell 4.2 hur aktieinnehavet fördelas mellan olika förmögenhetsskikt.

Tabellen visar att aktieäggandet är mycket starkt koncentrerat till de högsta förmögenhetsskikten. Aktier är helt naturligt en placering som ifrågakommer först när hushållen "fyllt" sina behov av bil, likviditetsreserv, bostad m. m.

Av de här upptagna aktieslagen uppvisar utländska aktier och aktier ägda via handelsbolag den klart starkaste koncentrationen till höga förmögenhetsskikt. Nära en tredjedel resp. fyra tiondelar av totalen ägs av de drygt 600 hushållen med över 5 miljoner i taxerad nettoförmögenhet. Över 90 procent av värdet av dessa aktiebolag faller på de ca 5 procent av hushållen med över 200 000 i nettoförmögenhet, jämfört med 77 procent för börsaktier, 83

Tabell 4.1 Andelen hushåll i olika förmögenhetsskikt som ägde aktier 1975

Taxerad netto- förmögenhet (1 000 kr.)	Börs- aktier, %	Utländska aktier, %	Aktier i medelstora bolag, %	Övriga aktier, %	Aktier, totalt %
>10 000	95,9	46,1	53,4	61,6	97,3
5 000–10 000	88,2	43,1	44,4	46,6	97,6
2 000– 5 000	78,9	18,3	33,1	43,8	92,4
1 000– 2 000	80,5	11,4	26,7	30,6	90,8
500– 1 000	61,5	5,9	19,4	17,3	72,6
400– 500	52,7	3,4	14,1	24,9	62,2
300– 400	39,4	1,5	13,7	14,8	51,7
250– 300	36,7	1,6	11,4	6,4	45,4
200– 250	24,4	0,4	10,9	3,7	38,1
175– 200	25,5	0	4,9	11,1	29,0
150– 175	25,0	0,3	2,9	3,2	29,0
125– 150	20,0	0,2	6,9	1,4	27,4
100– 125	11,2	0,1	9,2	1,6	19,6
75– 100	12,8	0,1	4,0	1,1	19,4
50– 75	13,0	2,2	2,1	2,1	19,2
25– 50	7,6	0,1	2,7	0,1	10,3
10– 25	1,6	0	1,6	0,2	3,3
0– 10	4,8	0	0,8	0,4	6,0
0	0	0	0	0	0
–50– 0	5,0	0	2,0	0,4	7,0
<–50	16,2	0,3	17,3	1,2	28,5
Totalt	8,1	0,3	1,3	3,0	11,1

Tabell 4.2 Aktieinnehavets fördelning på olika förmögenhetsskikt 1975

[illegible]

procent för aktier i medelstora företag och 45 procent i "övriga aktier". Posten "övriga aktier" är även i övrigt något jämnare fördelad över förmögenhetsskalan. Som tidigare angivits gäller för aktier i medelstora företag och för "övriga aktier" att beloppen inte utgör marknadsvärden i normal mening utan taxeringsvärden framräknade på basis av substans eller avkastning. Om aktiernas taxeringsvärden understiger deras marknadsvärden underskattas både värdet av ägarnas aktietillgångar och deras totala förmögenhet. De ej börsnoterade aktiernas relativt sett stora utbredning i lägre förmögenhetsskikt kan därigenom delvis förklaras av sådana under-skattningar.

Enligt tabell 4.2 ägs de medelstora företagen framför allt (till nära 80 procent) av hushåll med över 300 000 kr. i förmögenhet medan motsvarande tal för börsaktier är 64 procent och för övriga aktier 36 procent. En stor förmögenhet skapar möjlighet till placering i utländska företag och i medelstora företag, men ett lönsamt medelstort företag bildar i sig också grunden för en stor förmögenhet. Den ovan beskrivna låga taxeringsmässiga värderingen av medelstora och "övriga bolag" medför också rent matematiskt att den taxerade förmögenheten blir lågt registrerad. En intressant observation i det sammanhanget är att en förhållandevis hög andel av aktierna i övriga företag ägs av hushåll med starkt negativa *taxerade* förmögenheter, alltså av hushåll vilkas skulder beloppsmässigt överstiger taxeringsvärdet av tillgångarna.

Tabell 4.3 anger aktieinnehavens genomsnittliga storlek i olika förmögenhetsskikt. Innehaven har här fördelats på samtliga hushåll i resp. klasser. Tabellen anger att skillnaderna i innehav närmast är enorma; I det högsta förmögenhetsskiktet är genomsnittsvärdet nära 6 miljoner kronor jämfört med under tusen kronor i de lägsta positiva skikten.

Tabell 4.3 Aktieinnehavens genomsnittliga storlek i olika förmögenhetsskikt 1975. Samtliga hushåll i klassen. Aktieinnehav per hushåll (1 000 kr.)

Taxerad nettoförm. (1 000 kr.)	Börsaktier (1 000 kr.)	Utländska aktier (1 000 kr.)	Aktier i medelstora bolag (1 000 kr.)	"Övriga aktier (1 000 kr.)	Totalt (1 000 kr.)
> 5 000	3 900	320	1 200	500	5 900
2 000-5 000	920	40	400	40	1 400
1 000-2 000	420	20	140	30	600
500-1 000	140	5	30	8	180
300- 500	42	1	17	3	64
200- 300	23		2	2	27
100- 200	5		1	1	6,9
50- 100	2,8		0,6	0,4	3,9
10- 50	0,4		0,7		0,7
0- 10	0,2		0,3		0,6
0	0	0	0	0	0
-50- 0	0,2			0,3	0,6
<-50	1,0		0,2	2,5	3,7
Totalt	4,7	0,2	1,3	0,6	6,7

4.2 Aktieäggande och inkomst 1975

I föregående avsnitt visades det starka samband som finns mellan aktieäggande och förmögenhet. Eftersom det finns ett starkt samband mellan inkomst och förmögenhet, finns därmed också ett indirekt samband mellan aktieäggande och inkomst. Detta samband illustreras också av tabell 4.4. Där framgår att aktieinnehavet per hushåll stiger från ett genomsnitt på 1 000 kr., i klassen 0–10 000 i inkomst, till nära 82 000 kr. för hushåll med disponibla inkomster överstigande 100 000 kr. Sambandet mellan disponibel inkomst och aktieinnehav är därför klart markerat. Däremot får man inte hårdra tabellens enskilda ägaruppgifter – av beräkningstekniska skäl baseras tabellen på ett mindre hushållsurval än vad som gällde för förmögenhetstabellerna (se avsnitt 4.3). Bland nolltaxerarna och även i flera av de andra låginkomstgrupperna finns bl. a. ett fåtal hushåll med mycket stora aktieinnehav och med stora uppräkningsstal. Dessa sannolikt extrema observationer påverkar starkt aktiefördelningen i enskilda inkomstskikt.

Tabell 4.4 Aktieäggande och disponibel inkomst 1975^a

	Inkomstklass (1 000 kr.)										Totalt
	≤ 0	0–10	10–20	20–30	30–40	40–50	50–60	60–80	80–100	>100	
Antal hushåll (1 000-tal)	39	172	804	869	664	474	448	462	124	55	4 107
Börsaktier per hushåll (1 000 kr.)	2,6	0,9	2,2	1,6	4,7	7,8	5,5	4,4	24,8	54,5	5,1
Totalt aktieinnehav per hushåll (1 000 kr.)	9,0	1,0	2,3	1,9	5,1	8,6	6,5	7,6	33,3	81,6	6,4
Totalt aktieinnehav (milj. kr.)	0,3	0,2	1,8	1,7	3,4	4,0	2,9	3,5	4,1	4,5	26,5

^a Med disponibel inkomst avses här taxerad inkomst minus inkomstskatter men med tillägg för barnbidrag och andra skattefria transfereringar och med tillägg för en tillräknad inkomst av egna hem.

Eftersom denna tabell baseras på ett annat hushållsurval än de tidigare tabellerna skiljer sig antalet aktieägare och aktievärdena från de som tidigare redovisats.

4.3 Aktieäggande och socioekonomisk grupp

En bestämning av ett hushålls socioekonomiska grupptillhörighet kan inte göras enbart med ledning av deklARATIONERNA. För detta krävs också uppgift om arbetsplats och sysselsättning. I vår undersökning saknas dessa uppgifter för det särskilda urvalet om 3 000 rika hushåll. Socialgruppen har däremot (liksom den disponibla inkomsten) kunnat bestämmas för de ca 5 000 "vanliga hushållen" och för ca 600 hushåll med skattepliktig förmögenhet. Dessa hushåll ingick nämligen samtidigt i statistiska centralbyråns årliga inkomstundersökning.

De resultat som här presenteras är baserade på dessa 5 000 + 600 hushåll och är därför något osäkrare än de beräkningar som också baserats på det större utvalet rika hushåll. Genomgående gäller att *antalet* ägare är säkrare bestämt än *tillgångarnas värde*. Osäkerheten är likaså störst för socioekonomisk

miska grupper där det är ovanligt med större förmögenheter (ex. arbetar-grupperna) än för de grupper där antalet förmögna är stort (exempelvis bland företagare och högre tjänstemän). I det förra fallet finns risk för att enskilda observationer som inte är representativa för hela gruppen har blivit uppräknade med stora uppräkningsstal.

Med socioekonomisk grupp avses här den indelning som SCB numera normalt tillämpar och som har ersatt det tidigare begreppet "socialgrupp". Det kan sägas utgå från de utbildningskrav som normalt krävs för individens yrke. En kortfattad sammanställning över principerna för denna indelning finns i Appendix 4:A.

Eftersom förmögenhet i första hand är en storhet som är knuten till hushållet – inte till individen – måste hushållets socioekonomiska grupp bestämmas. I SCB:s material sker det för gifta eller samboende på basis av den av makarna som uppbär den högsta inkomsten, vilket ju vanligtvis innebär mannen.

4.3.1 Antal och andel aktieägare

4.3.1.1 Antal aktieägare

I tabell 4.5 redovisas antalet aktieägare och totala antalet hushåll som tillhör olika socioekonomiska grupper. Om en grups andel av aktieägarna är högre än dess andel av totalbefolkningen är gruppen "överrepresenterad" bland aktieägarna och vice versa. Mest anmärkningsvärt i tabellen är kanske att tre grupper – gymnasieingenjörer, företagsledare plus specialister och pensionärer – tillsammans hade två tredjedelar av landets alla aktieägare men bara 44 procent av antalet hushåll.

Tabell 4.5 Antal aktieägare i olika socioekonomiska grupper 1975

	Antal aktieägare							
	Totalt antal hushåll (1 000- tal)	%	Börs- aktier (1 000- tal)	%	Andra svenska aktier (1 000- tal)	%	Totalt (1 000- tal)	%
Biträden m. m.	342	8,3	8	2	9	6	16	4
Icke facklärda	617	15,1	12	3	12	7	22	5
Facklärda	536	13,1	27	8	16	10	39	9
Kontorister	187	4,5	9	3	7	4	16	4
Assistenten	172	4,2	20	6	4	2	24	5
Gymnasieingenjörer	465	11,3	81	24	32	21	114	25
Specialister + före- tagsledare	243	5,9	70	21	24	15	84	19
Anställd ej klass.	163	4,0	10	3	19	12	21	5
Lantbrukare	81	2,0	6	2	4	3	9	2
Övriga företagare	185	4,5	16	5	18	11	31	7
Pensionärer m. m.	1 118	27,1	77	23	11	7	88	19
Summa	4 107	100	336	100	156	100	453	100

Man kan också observera vissa skillnader mellan ägandet till börsnoterade aktier och ägandet till andra aktier. Pensionärerna (och assistenterna) hade klart högre andel av antalet ägare till börsaktier än till andra aktieslag. Vart fjärde hushåll med börsaktier var ett pensionärshushåll jämfört med blott vart fjortonde med övriga aktier. Även gruppen specialister är starkare företrädare bland ägarna till börsnoterade aktier än bland ägare till övriga aktier. För pensionärsgruppen kan denna skillnad ha uppstått om pensionären exempelvis i samband med pensioneringen avyttrat aktieinnehavet i det egna företaget etc. En annan möjlig förklaring skulle kunna vara att äldre företagare fortsätter att vara ägare och ledare av sina bolag även i åldrar där andra grupper upphört med yrkesverksamhet. De räknas därför inte in bland pensionärerna utan bland företagarna eller företagsledarna.

De tre arbetargrupperna dvs. biträden, icke facklärd och facklärd har i motsats till pensionärerna större vikt bland ägarna till ej börsnoterade än bland börsnoterade aktier.

Tabell 4.6 anger hur stor andel av varje socioekonomisk grupp som är aktieägare. Här liksom i den föregående tabellen framträder aktieägandets klara socialgruppsberoende.

Arbetar- och de lägre tjänstemannagrupperna har klart lägre andel aktieägare än de högre tjänstemanna-, företagsledar- och specialistgrupperna. (Till arbetargruppen räknas då biträden, icke facklärd och facklärd.) Ungefär vart tjugonde arbetarhushåll ägde någon form av aktie jämfört med vart sjätte företagarehushåll, vart fjärde hushåll på gymnasieingenjörsnivå, och vart tredje företagsledar- och specialisthushåll. Inom löntagarkollektivet finns också ett klart samband mellan aktieäggande och socialgrupp. Pensionärerna, som ju rekryterats ur alla socialgrupper har ett aktieäggande som ligger något under totalgenomsnittet.

Tabell 4.6 Andelen aktieägare i olika socioekonomiska grupper 1975

Socioekonomisk grupp	Börsaktier, %	Andra aktier, %	Totalt, %
Biträden m. m.	2	3	5
Icke facklärd	2	2	4
Facklärd	5	3	7
Kontorister	5	4	9
Assistent	11	2	14
Gymnasieingenjörer	17	7	25
Specialister + företagsledare	29	10	35
Anställda	6	12	13
Lantbrukare	8	5	11
Övriga företagare	9	10	17
Pensionärer	8	1	8
Totalt	8	4	11

4.3.1.2 Aktieinnehavens värde

I tabell 4.7 anges hur de av hushållen ägda aktietillgångarna är fördelade mellan olika socioekonomiska hushållsgrupper. Den bild som där framträder

Tabell 4.7 Aktieinnehavets fördelning på olika socioekonomiska grupper 1975 (miljarder kronor och procent)^a

Socioekonomisk grupp	Börsaktier		Aktier totalt	
	Miljarder kr.	%	Miljarder kr.	%
Biträden	(0,6)	(3)	(0,7)	(3)
Icke facklärda	(1,5)	(7)	(1,9)	(7)
Facklärda	0,1	1	0,4	1
Kontorister	0,3	1	0,4	1
Assistenten	0,3	1	0,5	2
Gymnasieingenjörer	2,4	11	3,4	13
Specialister + företagsledare	6,3	30	8,0	30
Anställda	0,7	3	1,7	6
Lantbrukare	0,3	1	0,3	1
Övriga företagare	1,1	5	1,9	7
Pensionärer	7,5	35	7,5	28
Summa	21,1	100	26,5	100

^a De beräkningar om ägarandelar för arbetargruppen som här satts inom parentes domineras så kraftigt av ett fåtal observationer att de är alltför osäkra för att ligga till grund för några slutsatser.

har naturligtvis stora likheter med den beskrivning som tidigare getts över antalet aktieägare. Ägandet var dock ännu starkare koncentrerat till vissa socioekonomiska grupper än vad antalet ägare var. Över 70 procent av aktieinnehavet ägdes således av de tre grupperna, pensionärer, specialister + företagsledare och gymnasieingenjörer m. m.

Detta kan jämföras med att de tre grupperna utgjorde ca 44 procent av totalbefolkningen och nära två tredjedelar av antalet aktieägare.

Pensionärerna vägde tyngre som ägare till börsaktier än som ägare till andra aktier. Pensionärerna ägde nämligen 35 procent av de börsnoterade aktierna jämfört med 28 procent av alla aktier, samtidigt som pensionärsgruppen utgjorde 27 procent av alla hushåll. Pensionärerna hade således ett totalt aktieinnehav som bara obetydligt överstiger deras andel av totalbefolkningen men deras aktieportfölj hade en helt annan sammansättning än de aktiva gruppernas – börsaktierna var relativt sett mycket viktigare för pensionärerna än andra aktier.

I tabell 4.8 redovisas aktieinnehavens storlek i olika socioekonomiska grupper. När man på detta sätt slår ut relativt små aktieinnehav på samtliga hushåll i varje grupp blir naturligtvis genomsnittsvärdena i de flesta fall mycket låga.

Det stora undantaget utgörs av specialist + företagsledargruppen som hade så stora innehav av börsnoterade aktier och andra aktier att medelvärdet blev 26 000 kronor för börsnoterade aktier och nära 33 000 för samtliga aktier. Dessa värden var sannolikt över tio gånger högre än genomsnittet för arbetar- och lägre tjänstemannagrupperna.

Även här gäller att beräkningarna för två av arbetargrupperna och

Tabell 4.8 Aktieinnehavens storlek i olika socioekonomiska grupper 1975 (1 000-tal kronor) och aktieinnehavens andel av hushållens bruttotillgångar till taxeringsvärden (procent)

Socioekonomisk grupp	Börsaktier		Samtliga aktier		Brutto- tillg. (1 000 kr.)	Aktier/ brutto- tillg., %
	Per ägar- hushåll (1 000 kr.)	Per hushåll totalt (1 000 kr.)	Per ägar- hushåll (1 000 kr.)	Per hushåll (1 000 kr.)		
Biträden m. m.	(83,4)	(1,9)	(42,1)	(2,0)	40	(5)
Icke facklärd	(124,4)	(2,5)	(84,5)	(3,0)	49	(6)
Facklärd	5,0	0,2	9,4	0,7	56	1
Kontorister	(31,3)	1,5	23,7	2,0	58	(4)
Assistent	13,8	1,6	20,0	2,8	61	5
Gymnasieingenjörer	29,2	5,1	30,1	7,4	110	7
Specialister + företagsledare	89,4	25,9	94,7	32,7	200	16
Anställda	73,7	4,3	79,3	10,2	86	12
Lantbrukare	39,5	3,1	30,1	3,3	364	1
Övriga företagare	70,6	6,2	60,8	10,2	226	5
Pensionärer	97,3	6,7	85,6	6,7	51	13
Summa	63,8	5,1	58,5	6,4	82	8

assistentgruppen vilar på alltför få observationer och inte kan ligga till grund för några slutsatser.

När man i stället för samtliga hushåll bara studerar de hushåll som faktiskt äger aktier blir givetvis de genomsnittliga innehaven väsentligt större. Skillnaderna mellan socialgrupperna växer också i kronor räknat. Detta tyder på att gruppen specialister + företagsledare både har den högsta andelen aktieägare och att dessa aktieägare i genomsnitt har större innehav än andra grupper. Pensionärernas höga andel av börsaktiestocken förklaras däremot inte på samma sätt av stor ägarspridning utan av att de 88 000 aktieäggande pensionärerna i genomsnitt har stora innehav.

I den sista kolumnen i tabell 4.8 redovisas aktieinnehavens betydelse för bruttoförmögenheten. Aktier utgjorde totalt sett ca 8 procent av alla hushålls samlade bruttotillgångar värderade till taxeringsvärden. Även här finns stora skillnader mellan socialgrupperna både beträffande bruttoförmögenheten och beträffande aktiernas del därav. Det finns en positiv samvariation mellan förmögenhetens storlek och aktiernas andel – lantbrukarna bryter dock klart mot denna regel. Till företagargruppen hör främst personer som driver sin rörelse som enskild firma – ej aktiebolag. Personer som själva driver egna aktiebolag har sannolikt oftast klassificerats som företagsledare, specialister m. m.

4.4 Aktieäggande och ålder

Aktieinnehav brukar traditionellt antas vara starkt åldersberoende med en stark koncentration av antalet ägare och av ägandet till de högsta åldersklasserna. Här har vi studerat sambandet mellan ålder och börsaktieinnehav. Några av resultaten återfinns i tabell 4.9. Tabellen visar att antalet

Tabell 4.9 Börsaktieägandet i olika åldersgrupper 1975

Hushålls- föreståndarens ålder	Ägare		Innehavens värde (miljarder kr.)	Genom- snittligt innehav per ägarhus- håll, kr.	Börsak- tier/brut- totillg. tax.värden, %	Börsaktier/ Nettoförm. marknads- pris, %
	Antal	%				
-29	44 000	13	1,2	27 000	4,4	7,1
30-39	54 000	16	1,8	34 000	2,7	3,4
40-49	57 000	17	2,6	46 000	3,9	3,9
50-59	63 000	19	4,2	67 000	5,8	5,4
60-64	27 000	8	2,1	78 000	6,1	5,4
65-	85 000	26	7,2	85 000	9,2	7,8
Totalt	330 000	100	19,1	58 000	5	5

Anm. Observera skillnaden mellan de två sista kolumnerna. I den näst sista kolumnen redovisas hushållens börsaktieinnehavs andel av deras taxerade bruttotillgångar. I den sista kolumnen relateras aktieinnehavet till deras marknadspriser värderade nettoförmögenhet dvs. tillgångarna har åsatts marknadsvärden varefter skulderna fråndragits.

ägare trots allt är relativt spritt över ålderspyramiden – däremot är innehavens storlek starkt åldersberoende, vilket i sin tur medför att de totala innehaven blir åldersberoende. För 30-39-åringar uppgick värdet på den genomsnittliga börsportföljen till 34 000 kronor, jämfört med 46 000 för 40-49-åringar, 78 000 för 60-64-åringar och 85 000 för pensionärer. De senare höga beloppen medför att över hälften av hushållens börsstock ägs av hushåll där hushållsföreståndaren (för gifta hushåll vanligtvis mannen) är över 60 år trots att dessa bara utgör en tredjedel av antalet aktieägare.

Aktiernas relativt sett stora betydelse i högre åldrar framgår också av de kolumner som anger hur stor andel aktierna utgör av den totala förmögenheten. Frånsett den allra lägsta åldersklassen ökar också aktiernas betydelse med växande ålder. Börsaktierna utgjorde således över 9 procent av bruttotillgångarnas sammanlagda taxeringsvärde bland pensionärerna jämfört med under 3 procent bland 30-39-åringar.

4.5 Aktieägandets regionala fördelning

Det finns fortfarande stora regionala ekonomiska skillnader i Sverige. Förmögenhet och aktieäggande är inga undantag från den regeln. Beträffande förmögenhet kan man grovt säga att den genomsnittliga hushållsförmögenheten växer ju längre söderut länet ligger. För aktieägandet återfinns samma mönster dock i kombination med en stark storstadskoncentration. Detta förhållande illustreras av tabell 4.10 som anger den länsvisa fördelningen av hushållens bruttotillgångar värderade dels till taxeringsvärden dels till marknadspriser samt aktiestocken fördelning. I de mindre länen kan naturligtvis beräkningarna vara beroende av ett fåtal observationer varför slumpmässiga fel kan föreligga.

Man kan observera att i stort sett samma länsvisa fördelning gäller både för bruttotillgångarna värderade till taxeringsvärden och värderade till mark-

Tabell 4.10 Aktieägandet regionala fördelning jämfört med fördelningen av bruttotillgångarna och de finansiella tillgångarna 1975

Län	Andel av tax. brutto- tillg. %	Andel av brutto- tillg. marknpr. %	Andel av totala aktie- stocken %	Aktiernas värde i förhållande till alla fin. tillg. %
Stockholms	18,8	18,9	33,6	53
Uppsala	2,7	2,7	2,7	24
Södermanlands	3,4	3,2	2,8	15
Östergötlands	4,1	4,4	3,7	29
Jönköpings	4,2	4,1	3,3	22
Kronobergs	2,6	2,5	1,4	11
Kalmar	3,2	3,2	1,6	15
Gotlands	0,6	0,6	0,4	26
Blekinge	1,8	1,9	1,1	20
Kristianstads	4,3	4,4	2,8	19
Malmöhus	10,6	10,5	11,3	28
Hallands	3,6	3,8	2,7	27
Göteborgs	8,0	8,0	7,9	26
Älvsborgs	5,2	5,3	2,8	17
Skaraborgs	3,3	3,2	2,0	17
Värmlands	3,5	3,6	3,2	25
Örebro	3,3	3,3	3,3	30
Västmanlands	2,6	2,7	1,6	21
Kopparbergs	2,9	2,8	2,9	23
Gävleborgs	2,6	2,6	2,4	27
Västernorrlands	2,5	2,4	2,5	34
Jämtlands	1,2	1,1	0,4	7
Västerbottens	2,6	2,5	1,4	16
Norrbottens	2,4	2,2	2,1	25
Totalt	100	100	100	28

nadspriser (uppräknningen av fastighetsbeståndet till marknadspriser påverkar således alla regioner på ett likartat sätt). Båda dessa fördelningar ansluter relativt nära till befolkningens regionala fördelning – Norrland är dock relativt sett "fattigt" och Götaland "rikt". För aktieägandet finns däremot en mycket stark Stockholmsdominans – en tredjedel av hushållens hela aktiestock återfinns där, vilket är ungefär dubbelt så mycket som områdets andel av totalbefolkningen. Tillsammans med aktieägandet i Göteborg och Bohus län och i Malmöhus län innebär det att över halva aktiestocken ägs av hushåll i storstadsområdena jämfört med en tredjedel för summan av alla förmögenhetstillgångar.

I den sista kolumnen av tabell 4.10 har aktieinnehavet satts i relation till andra deklarerade finansiella tillgångar, dvs. banksparande, obligationer, fordringar m. m. Även här avviker Stockholmsområdet starkt från landet i övrigt. I Stockholm motsvarar aktieinnehavet över hälften av alla andra deklarerade finansiella tillgångar jämfört med drygt en femtedel i det övriga landet. Av de övriga länen uppvisar särskilt Jämtlands län anmärkningsvärt lågt aktieinnehav. Man kan dock inte avgöra om detta beror på slunpfaktorer eller om (och i vilken grad) det också avspeglar ett reellt förlållande.

Tabell 4.11 Aktieslagens regionala fördelning 1975

Län	Länsvis fördelning			
	Börsaktier, %	Utländska aktier, %	Aktier i medelstora företag, %	Övriga aktier, %
Stockholms	38,0	45,2	21,0	22,1
Uppsala	3,5	2,6	0,8	1,0
Södermanlands	3,0	2,8	2,3	1,7
Östergötlands	3,5	1,9	3,6	5,8
Jönköpings	2,6	1,9	5,9	3,9
Kronobergs	0,9	–	1,6	6,2
Kalmar	1,2	0,8	3,5	1,1
Gotlands	0,4	0,1	0,3	0,5
Blekinge	0,8	–	2,2	0,7
Kristianstads	2,8	2,4	3,4	1,9
Malmöhus	12,1	10,3	7,9	12,9
Hallands	1,7	10,3	4,2	5,7
Göteborgs	7,6	14,8	8,6	5,3
Älvsborgs	2,6	2,3	3,5	3,6
Skaraborgs	1,8	0,5	3,4	1,0
Värmlands	2,4	–	6,1	1,5
Örebro	3,4	0,6	4,1	2,1
Västmanlands	1,7	0,7	0,6	3,4
Kopparbergs	2,9	–	2,0	6,0
Gävleborgs	2,5	2,2	1,9	2,9
Västernorrlands	1,3	0,4	6,5	4,2
Jämtlands	0,3	–	0,3	1,3
Västerbottens	0,7	–	3,1	3,8
Norrbottnens	2,1	–	3,1	1,4
Totalt	100	100	100	100

I tabell 4.11 visas de olika aktieslagens regionala fördelning. Här liksom i föregående tabell är det mest anmärkningsvärda relationen mellan aktieäandet i Stockholms län och i landet i övrigt. Stockholms andel av aktiestocken var ju nära dubbelt så hög som dess andel av befolkningen och av bruttotillgångarna. Tabell 4.11 visar att Stockholm är överrepresenterat när det gäller alla här fyra specificerade aktieslag dvs. både för börsnoterade aktier, utländska aktier, aktier i medelstora bolag och för övriga aktier. Överrepresentationen är dock särskilt stor för aktier i utländska bolag och för börsaktier. Börsaktierna som ju är det klart viktigaste aktieslaget ägs till nära fyrtio procent av hushåll i Stockholmsområdet. De utländska aktierna har en extrem fördelning – nästan hälften av alla sådana aktier ägs av hushåll i Stockholmsområdet. Även de övriga storstadsområdena är dock överrepresenterade.

Ytterligare en observation som kan hämtas ur tabellen är att i de flesta län är börsaktieinnehavet vida större än övriga aktieinnehav. Det finns dock några undantag, främst Kronobergs län och Västerbottens län, där börsaktierna utgör en mindre del av det totala aktieinnehavet.

I tabell 4.12 slutligen anges uppskattningar av andelen aktieägare i olika

Tabell 4.12 Andelen hushåll i olika län som äger aktier

Län	Andelen hushåll i resp. län som är ägare till	
	Börsaktier, %	Aktier totalt, %
Stockholms	2	17
Uppsala	6	7
Södermanlands	5	7
Östergötlands	6	9
Jönköpings	6	9
Kronobergs	5	11
Kalmar	3	4
Gotlands	7	9
Blekinge	3	5
Kristianstads	6	10
Malmöhus	11	12
Hallands	5	11
Göteborgs	8	12
Älvsborgs	3	7
Skaraborgs	6	7
Värmlands	7	9
Örebro	8	10
Västmanlands	9	12
Kopparbergs	10	14
Gävleborgs	6	9
Västernorrlands	5	8
Jämtlands	6	8
Västerbottens	7	9
Norrbottens	5	6
Totalt	8	11

län. För de enskilda länen finns dock naturligtvis stor osäkerhet när det gäller den exakta nivån på andelen aktieägare – i synnerhet gäller detta de allra minsta länen.

4.6 Sammanfattning

Aktieägendet har starkt samband med hushållets förmögenhetsställning, inkomst, socioekonomiska ställning, ålder och bostadsregion. Aktier utgjorde totalt sett 8 procent av hushållens taxerade bruttoförmögenhet och 5 procent om fastigheterna värderas till marknadspriser. Aktiernas andel var dock avsevärt högre i höga förmögenhetsskikt, höga inkomstskikt, "högre" socioekonomiska grupper, höga åldersskikt och i vissa regioner. Andelen aktieägare och aktiernas andel av bruttoförmögenheterna var däremot lägre än genomsnittet för hushåll med låg förmögenhet, inkomst osv.

Beträffande aktieägendets regionala fördelning gällde en anmärkningsvärd koncentration till storstadsområdena, främst Stockholm. Nära fyrtio procent av hushållens börsaktier ägdes av hushåll i Stockholm trots att dessa svarade för mindre än en femtedel av de totalt deklarerade tillgångarna.

Appendix 4:A

Socioekonomisk gruppering i 1975 års förmögenhetsundersökning

Socioekonomisk grupp	Kriterier
1 Biträdespersonal m. m.	Under 1 månads utbildningskrav
2 Icke facklärda	Under 2 års utbildningskrav
3 Facklärda	Över 2 års utbildningskrav
4 Kontorister m. m.	Under 1 års utbildningskrav
5 Assistenten m. m.	Under 2 års utbildningskrav
6 Gymnasieingenjörer m. m.	3-4 års utbildningskrav
7 Specialister, företagsledare m. m.	Över 5 års utbildningskrav eller ledande befattningar
8 Anställda ej klassificerade	
9 Lantbrukare	
10 Företagare	
11 Pensionärer och andra ej yrkesverksamma	

Appendix 4:B

Hushållens största innehav av börsnoterade aktier 1975. Börsbolagen rangordnade efter hushållens sammanlagda innehav och efter antal ägare

Rang efter aktietillgångarnas storlek	Tillgång Milj.kr.	Rang efter antal ägar- hushåll	Antal ägare 1 000-tal
1. Volvo	1 269	(1)	102
2. Asea	1 058	(2)	61
3. LME	1 058	(4)	58
4. Sv. Handelsb.	883	(3)	59
5. Atlas	690	(8)	58
6. SE-Banken	640	(5)	46
7. SCA	634	(10)	28
8. SKF	567	(13)	26
9. Electrolux	566	(14)	25
10. Alfa-Laval	524	(18)	18
11. Cardo	392	(15)	24
12. Saab-Scania	378	(7)	40
13. KemaNord	373	(32)	10
14. Gränges	349	(6)	43
15. Providentia	346	(30)	11
15. Sandvik	346	(24)	14
17. Uddeholm	337	(9)	31
18. Beijer	332	(20)	17
19. Stora Kopparberg	317	(12)	27
20. Aga	291	(26)	12
21. Malmros	288	(47)	2,2
22. Custos	280	(31)	11
23. STAB	276	(11)	27
24. Investor	244	(35)	8

Rang efter aktietillgångarnas storlek	Tillgång Milj.kr.	Rang efter antal ägar- hushåll	Antal ägare 1 000-tal
25. Bofors	240	(22)	17
26. Cementgj.	231	(25)	13
27. Skandia	209	(39)	4,7
28. Astra	201	(23)	15
29. Iggesund	194	(42)	4
30. Incentive	187	(28)	11
31. Mo och Domsjö	181	(27)	12
32. Aktiesparkklubbar	176	(16)	19
33. Boliden	173	(17)	19
34. Industrivärden	172	(36)	7
35. Korsnäs	156	(40)	4
36. Kopparfors	146	(43)	3
37. Esselte	144	(41)	4
38. Kapitalinvest	136	(44)	3
39. Fagersta	133	(33)	9
40. Billerud	130	(34)	8
41. PLM	128	(37)	6
42. Tirfing	111	(19)	18
43. Holmens	107	(38)	5
44. Säfveån	104	(21)	17
45. Sydkraft	103	(50)	1,6
45. Ratos	103	(48)	2,1
47. Perstorp	101	(46)	2,6
48. Kockums Mek.	93	(49)	2,0
49. Wirsbo	91	(45)	3
50. Euroc	90	(29)	11

Appendix 4:C

Antal fysiska personer som enligt deklarationsmaterial ägde aktier i olika börsbolag
31/12 1975

Antal ägare <1 000

Alcro	Eldon	Sesam
Algots	Euroclimate	Skand. Jute
Almedahl	Fondinvest	Sonesson
Aritmos	Ford	Stockholms Badhus
Atlantica	Garphyttan	Stockholms Ångslup
Barkman	Gullspång	SILA
Bohusbanken	Göta Kanal	Svenska Aktier
Bulten	Hexagon	Tibnor
Carnegie	Holmia	Tornet
Corona	Huvudstaden	Tretorn
Delta	Kilsund	Upsala-Ekeby
Edstrand	Ostasiatiska Kom.	Weibulls
Eiser	Rotor	Öresund

Antal ägare 1 000–5 000

AEG
 Ahlsell
 Asken
 Bacho
 Becker
 Bergvik-Ala
 Borås Väveri
 DN
 Drott
 Elverk
 Esselte
 Fortia
 Företagsfinans
 Gorthon Invest
 Gotlands Rederi
 Hennes & Mauritz
 Hevea
 Holmens Bruk
 Husqvarna
 Iggesund
 IRO
 Jonsered
 Jämtlands Folkbank
 Kapitalinvest
 Kinnevik
 Klippan
 Kockums Jernverk
 Kockums Mek. Verksstad
 Kopparfors
 Korsnäs-Marma
 Malmros
 Marabou
 Monark
 Munksjö
 Nife Jungner
 Nitro Nobel
 Nymölla
 Papyrus
 Perstorp
 Persöner
 PRIBO
 Promotion
 Ratos
 Sandblom-Stohne
 Skandia
 Skandifond
 Skansen Lejonet
 Skaraborgsbanken
 Svea
 Sydkraft
 Transatlantic
 Uplandsbanken
 Wermlandsbanken
 Wirsbo Bruk
 Åhlén & Holm
 Åkermans
 Östgötabanken
 Interfond

Antal ägare 5 000–10 000

Balken
 Billerud
 Diligentia
 Esab
 Export-Invest
 Fagersta
 Fläkt
 Götabanken
 Höganäs
 Industrivärden
 Investor
 KemaNord
 PLM
 Skånska Banken
 Sparinvest
 Sundsvallsbanken
 Trelleborg
 SE-Banken plac. program

Antal ägare 10 000–20 000

AGA
 Aktietjänst
 Alfa-Laval
 Astra
 Beijer
 Bofors
 Boliden
 Cementgjuteriet
 Custos
 Euroc
 Incentive
 MEA
 Mo och Domsjö
 Providentia
 Sandvik
 Säfveån
 Tirfing
 Aktiesparklubbar

Antal ägare >20 000

AGA
 Asea
 Atlas-Copco
 Cardo
 Cellulosa
 Electrolux
 Gränges
 SKF
 LME
 NK
 Saab-Scania
 SE-Banken
 Stora Kopparberg
 Sv. Handelsbanken
 STAB
 Uddeholm
 Volvo

5 Aktieägendets förändringar 1945–1975

Av kapitel 4 framgick att aktieäandet var extremt ojämnt fördelat 1975. Detta gällde både om perspektivet gällde samtliga hushåll i landet och om man begränsade sig till enbart aktieägarpopulationen. Andelen aktier i totalförmögenheten var förhållandevis blygsam, 8 %, om samtliga tillgångar värderades till taxeringsvärden och ca 5 % om marknadspriser tillämpades. Endast omkring vart tionde hushåll ägde aktier. Aktieäandet var också samtidigt starkt beroende av förmögenhetssituationen. I de allra högsta förmögenhetsskikten ägde praktiskt taget samtliga hushåll aktier och aktieinnehavets värde utgjorde nära hälften av värdet av alla deklarerade tillgångar. Aktieinnehavet var därigenom starkt koncentrerat till ett relativt fåtal mycket rika hushåll. Den stora majoriteten hushåll ägde däremot inga aktier eller bara obetydliga innehav. Liknande förhållanden råder av allt att döma också i andra länder.

Avsikten med föreliggande kapitel är att undersöka om den bild som framkommit för aktieäandets fördelning och betydelse 1975 genomgått förändringar under perioden 1945–1975. Den totala förmögenhetsfördelningen brukar vanligtvis antas vara relativt stabil över längre tidsperioder. Samma stabilitet brukar även antas gälla för förmögenhetsfördelningens olika delkomponenter, följaktligen också för aktieägarfördelningen. I vår tidigare studie, SOU 1979:9, Den svenska förmögenhetsfördelningens utveckling, visades emellertid att hushållens samlade förmögenhetsfördelning under femtiofemårsperioden 1920–1975 successivt utvecklats mot minskad ojämnhet. Även förmögenhetsstrukturen hade starkt förändrats – flera tillgångsslag hade kraftigt ökat i relativ betydelse, andra starkt minskat i betydelse. Även aktieäandets fördelning kan ha förändrats över tiden. Här undersöks om aktieäandets betydelse för hushållens totala förmögenhet förändrats, och om aktieäandets mycket ojämna fördelning förändrats. 1975 års uppgifter jämförs med kapitalskatteberedningens uppgifter för 1966 och med folkräkningarna 1945 och 1951.

Kapitlet disponeras så att vi först i avsnitt 5.1 ger en kortare beskrivning av källmaterialet och dess styrka och svaghet. I avsnitt 5.2 diskuteras aktieäandets totala betydelse som förmögenhetstillgång 1945–1975 samt utvecklingen av antalet aktieägare. I avsnitt 5.3 behandlas aktieägarfördelningens ojämnhet 1945–1975 både ur totalbefolkningsperspektiv och ur det betydligt snävare aktieägarperspektivet. Slutligen tar vi i avsnitt 5.4 upp aktiernas betydelse i olika förmögenhetsskikt 1945–1975 och aktiernas koncentration till de rikaste hushållen. Avsnitt 5.5 summerar kort kapitlets viktigaste resultat.

5.1 Källmaterialet – 1975 och 1966 års förmögenhetsundersökningar och folkräkningarna 1945 och 1951

De fyra undersökningarna har haft olika syfte och uppläggning och skiljer sig därför åt i viktiga avseenden. En noggrann presentation av de två folkräkningarna och av 1966 års undersökning återfinns i kapitel 5 i vår tidigare rapport, SOU 1979:9. I den rapporten används de äldre undersökningarna primärt till att bestämma utvecklingen av ojämnheten i den totala förmögenhetsfördelningen. När det gäller aktieägandet blir problemen dock större. Detta beror främst på att andelen hushåll med aktier hela tiden har varit låg och att samtidigt aktieägandet inom denna lilla grupp varit ytterst ojämnt fördelat.

Såväl 1975 års undersökning som de tre äldre undersökningarna är urvalsundersökningar, dvs. man baserar utsagor om hela befolkningen på uppgifter från på visst sätt utvalda hushåll. Om urvalen är slumpmässigt gjorda och stora eller om urvalet är gjort med hänsyn till skillnader i olika gruppers förmögenhetssituation kan undersökningarna även ge en bra bild av aktieägandet. Resultaten är dock mycket känsliga för om urvalet råkar innehålla något hushåll med mycket stort aktieinnehav. Detta kan exemplifieras med 1975 års aktiefördelning. Enligt våra uppgifter ägde då ca 180 hushåll, dvs. mindre än en tjugotusendel av alla hushåll, tillsammans en tiondel av alla hushålls börsaktier. I vår huvudundersökning fångades dessa uppgifter in genom det särskilda urvalet om 3 000 förmögna hushåll. På detta sätt kommer 1975 års uppskattningar av aktieägandets fördelning sannolikt att ligga nära den verkliga fördelningen. Kapitalskatteberedningen använde för 1966 års undersökning i princip samma förfaringssätt som tillämpades för 1975. Därför bör 1966 och 1975 års resultat kvalitetsmässigt vara väl jämförbara.

Folkräkningarna 1945 och 1951 har däremot inte överurval av rika hushåll. Antalet individer i urvalen var däremot mycket stort. Uppgifterna för år 1945 baseras i vissa fall på deklarationsmaterial för över en halv miljon individer. I 1951 års undersökning skedde en totalundersökning av alla höginkomsthushåll. Jämförelser med den årliga förmögenhetsstatistiken utvisar att det fanns vissa betydelsefulla skillnader mellan folkräkningarna och förmögenhetsstatistiken. Folkräkningarna torde dock ändå kunna användas för tidseriejämförelser av aktieägandet med 1975 och 1966 års material. Vid 1951 års undersökning redovisade man dessutom ägandet av svenska börsnoterade aktier skilt från övriga aktier. Ägandet av börsaktier kan därför direkt jämföras 1951 och 1975. 1951 års undersökning är dessutom av andra skäl mera tillförlitlig än 1945 års folkräkning. Uppräkningstalen var lägre 1951 och jämförelser med annan statistik utvisar att även felmarginalerna var mindre. I 1945 års material finns däremot en tendens att systematiskt underskatta antalet stora förmögenheter och deras belopp.

De båda folkräkningarna har dessutom en egenhet som minskar deras jämförbarhet med de nyare undersökningarna – förmögenheterna är beräknade per individ, inte per hushåll. Problem uppstår då två makar samtidigt deklarerat förmögenhet. Antalet sådana fall var dock både 1945 och 1951 fortfarande så lågt att man trots denna olikhet kan jämföra folkräkningarna och de modernare undersökningarna.

Kapitalskatteberedningens uppgifter om antalet aktieägare har en annan uppenbar svaghet – vid insamlandet av uppgifter slog man samman aktieposten med olika former av andelar.

Detta innebär att i antalet aktieägare också ingår ägare till andelar i jordbrukets ekonomiska föreningsrörelse, ägare till bostadsrättsandelar etc. Sannolikt är dessa tilläggsposter värdemässigt små i förhållande till det samlade aktievärdet, vilket begränsar störningseffekten. *Antalet* ägare påverkas däremot betydligt starkare. Kapitalskatteberedningens uppgifter om det sammanlagda antalet aktieägare och andelsägare, ca 500 000 hushåll, överskattar sannolikt kraftigt det verkliga antalet aktieägare. Här finns en klar felkälla som måste observeras vid tolkningen av resultaten.

5.2 Utvecklingen av antalet aktieägare och aktiers betydelse som förmögenhetstillgång 1945–1975

5.2.1 Antal aktieägare

Av kapitel 4 framgick att 1975 uppgick antalet hushåll som uppgav sig äga någon form av aktie till 455 000, vilket motsvarade ca 11 % av alla hushåll. Antalet hushåll med innehav av börsnoterade aktier uppgick till 333 000, dvs. ca 8 % av alla hushåll. Många hushåll ägde både svenska börsnoterade aktier och någon annan form av aktie men drygt 120 000 hushåll ägde ändå endast icke börsnoterade aktier. Alla dessa uppgifter baserades på deklarationsmaterial.

Man brukar hävda att antalet aktieägare vuxit snabbt under efterkrigstiden. Den bild av aktieägandets utveckling under denna period som framkommer i deklarationsmaterialet sammanfattas i tabell 5.1. Enligt tabellen skedde en förhållandevis kraftig ökning av antalet aktieägare under femtio- och sextiotalen. Vid krigsslutet skulle ungefär 5 % av hushållen varit aktieägare jämfört med en ungefär dubbelt så hög andel trettio år senare, 1975. Enligt tabellen har andelen aktieägare förändrats endast obetydligt mellan 1945 och 1951 men betydligt mer 1951–1975. Som tidigare framhållits

Tabell 5.1 Antal och andel aktieägande hushåll 1945–1975 (tusental och procent)

År	Aktieägande hushåll			
	1 000-tal		I % av alla hushåll	
	Samtliga aktier	Börs-noterade	Samtliga aktier	Börs-noterade
1945 ^a	165		5	3
1951 ^a	198	107	5	3
1966 ^b	(512)		(13)	
1975	455	333	11	8

^a Uppgiften avser egentligen individer och överskattar något antalet och andelen hushåll.

^b Avser aktie- och andelsägandet.

innefattar 1966 års uppgifter inte bara aktieägandet utan även olika former av andelsägande. Det verkliga antalet aktieägare 1966 bör ha legat på en klart lägre nivå – sannolikt även klart under 1975 års nivå.

Sett över hela trettioårsperioden 1945–1975 har andelen aktieägare i befolkningen ökat med en *procentenhet* per femårsperiod. Om den takten skulle ha fortsatt efter 1975 skulle en fördubbling av andelen ägare till 20 procent kräva en femtioårsperiod. Det nya skattefondsparandet kan i det avseendet ha inneburit ett trendbrott mot den tidigare långsamma utvecklingen. (Nya studier krävs dock för att undersöka om det skattesubventionerade aktiefondsparandet främst berört redan tidigare aktieägare eller om det skett betydande ökningar av ägandet inom tidigare "icke ägargrupper".)

Materialet pekar också mot att det framför allt varit antalet ägare till börsnoterade aktier som växte 1951–1975 medan antalet som enbart ägde andra typer av aktier varit mer stabilt. Denna utveckling behöver inte enbart vara ett resultat av ett mera spritt ägande till börsbolagen utan kan också ha påverkats av att bolag som tidigare inte varit börsnoterade blivit introducerade på börsen.

5.2.2 *Aktiers betydelse som förmögenhetsstillgång 1945–1975*

I den tidigare förmögenhetsstudien (SOU 1979:9 sid. 62) beskrevs de viktigaste dragen i hushållens förmögenhetsstruktur i första hand under perioden 1945–1975. Av den rapporten framgick att det hade skett betydelsefulla förändringar i hushållens förmögenhetsinnehav över tiden, men också att vissa tillgångsslag haft ungefär samma vikt under en mycket lång tid. Tillgångar med i stort oförändrad vikt var bankmedel och obligationer. De snabbt växande tillgångarna var villor, fritidshus och bilar samt båtar m. m. Aktier tillhörde däremot de tillgångsslag som fått minskad vikt tillsammans med förmögenhet i jordbruk och rörelse, hyresfastighet och fordringar. Aktietillgångarnas utveckling anges av tabell 5.2. Tabellen anger aktiernas andel av bruttotillgångarna, värderade dels efter taxeringsvärden dels efter marknadspriser. I det senare fallet har fastigheter i form av villor, fritidshus, hyreshus och jordbruk åsatts marknadspriser i stället för de ofta avsevärt lägre taxeringsvärdena. Aktievärdena är däremot identiska i de båda beräkningarna.

Aktier redovisas som en enskild post 1945, 1951 och 1975. Mellan dessa tidpunkter kan därför aktieägandets betydelse studeras med hög noggrannhet.

Vid 1966 års och 1970 års undersökningar sammanslogs aktieinnehaven med andelar resp. obligationer.¹ För dessa år är det därför inte möjligt att bestämma enbart aktiernas betydelse. De antaganden som måste göras för att sortera ut andelar resp. obligationer måste bli ytterligt osäkra varför vi här i stället redovisar bruttoposterna aktier + andelar och aktier + obligationer.

Den renodlade posten aktier har starkt minskat i betydelse under den gångna 30-årsperioden, från ca 12 procent av totaltillgångarnas marknadsvärden 1945 ned till 5,5 procent 1975.

¹ Med 1970 års undersökning avses den s. k. Budgetundersökningen (se SOU 1979:9 Appendix 5:A).

Tabell 5.2 Aktiers andel av hushållens bruttotillgångar 1945–1975. Deklarerade aktiebelopp. Bruttotillgångarna värderade till taxeringsvärden och marknadspriser^a

År	Aktiers andel i % av bruttotillgångarna när dessa värderats till									
	Taxeringsvärden					Marknadspriser				
	Aktier totalt	Varav		Aktier + Oblig.	Aktier + Andelar	Aktier totalt	Varav		Aktier + Oblig.	Aktier + Andelar
		Börs	Övriga				Börs	Övriga		
1945	14,5			17,9		12,0			14,9	
1951	14,3		6,0	16,3		10,2	5,9	(4,3)	11,6	
1966		8,3			11,8					9,2
1970				10,5		8,6			8,6	
1975	7,9	5,6	2,3	10,0	9,8	5,4	3,8	1,6	6,8	6,7

^a Fastighetsbeståndet har i det senare fallet åsatts marknadsvärden, aktievärdet är dock detsamma i båda fallen
Källa: SOU 1979:9, avsnitt 5.1.7.

De börsnoterade aktiernas andel minskade inte lika snabbt som totalen. Mellan 1951 och 1975 sjönk andelen från 5,9 procent till 3,9 medan övriga aktier sjönk från 4,3 till 1,6. Beträffande "övriga aktier" måste dock den reservationen göras att värderingsproblemen under hela perioden varit stora. De här redovisade värdena är för sådana aktier inte marknadsvärden utan de i många fall mycket lägre taxeringsvärdena. Vi saknar kunskap om hur denna underskattning förändrats över tiden.

För perioden mellan 1966 och 1975 kan aktieandelen bara följas indirekt via summan av aktier och andelar, samt aktier och obligationer. Den sammanlagda posten aktier + andelar minskade starkt i betydelse mellan 1966 och 1975. Aktierna dominerade över andelarna (i alla fall 1975), vilket talar för att även posten aktier sedd isolerad skulle ha minskat.

På liknande sätt sjönk andelen aktier + obligationer starkt mellan 1970 och 1975 trots att premie- och sparobligationerna då expanderade snabbt (mer än fördubblades nominellt). Aktiernas andel skulle därför också 1970–1975 ha sjunkit. Under denna period var också kursutvecklingen på aktiebörsen relativt sett svag.

5.3 Aktieägandets fördelning 1945–1975

I kapitel 4 presenterades uppgifter om hur hushållens aktietillgångar var fördelade mellan olika hushåll 1975. Inte oväntat var aktierna extremt ojämnt fördelade även jämfört med andra förmögenhetstillgångar. Omkring nio tiondelar av befolkningen ägde överhuvudtaget inga aktier medan halva aktiestocken ägdes av endast drygt 10 000 hushåll. Denna ojämna fördelning gällde alla typer av aktier – utländska aktier, svenska börsnoterade aktier, aktier i medelstora företag och övriga aktier. En så liten grupp som 180 hushåll ägde tillsammans en tiondel av hushållens samlade börsaktieinnehav dvs. lika mycket som 4 miljoner hushåll ägde tillsammans.

Av den tidigare studien, SOU 1979:9, framgår att den totala förmögenhetsfördelningen, trots att den 1975 var mycket ojämn, under perioden

1945–1975, liksom 1920–1945, successivt utvecklades mot minskad ojämnhet. Den rikaste procenten hushåll ägde 1975 ca 20 procent av samtliga hushålls taxerade nettoförmögenhet jämfört med en nära dubbelt så hög andel trettio år tidigare (38 procent). Utjämningen skedde primärt genom minskade ägarandelar för extremt rika hushåll. Aktier är samtidigt det tillgångsslag som kanske är starkast koncentrerat av alla till de extremt rika hushållen. Aktieägarfördelningen har därför stor betydelse för hur toppen på förmögenhetsfördelningen ser ut. Den under perioden 1945–1975 förändrade totala förmögenhetsfördelningen tyder därför på att även aktieägarfördelningen kan ha förändrats. Sambandet är dock inte entydigt. Den tidigare beskrivna relativa minskningen av aktiernas betydelse som förmögenhetstillgång från 14,5 % av de taxerade tillgångarna 1945 till 8 % 1975 verkar vid oförändrad aktieägarfördelning förmögenhetsutjämning. Aktieägarfördelningen måste därför studeras direkt.

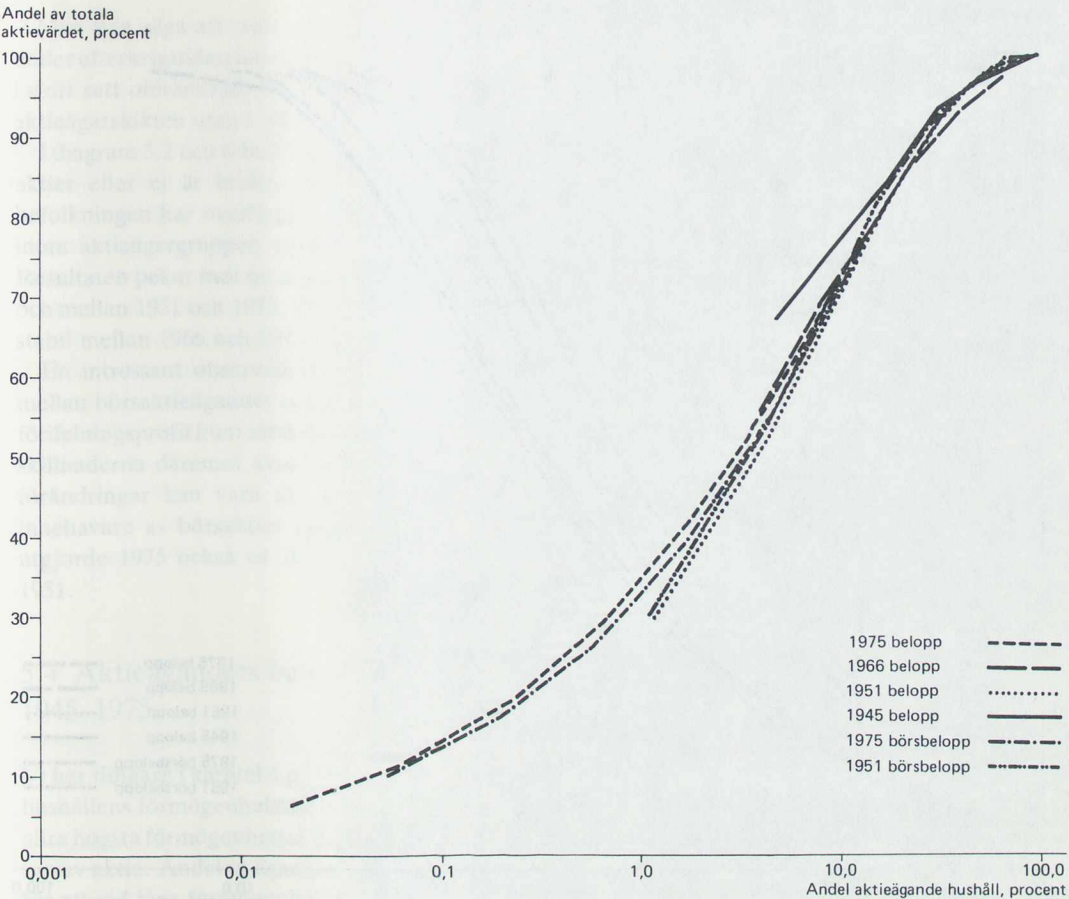
Aktieägarfördelningen kan sägas ha två dimensioner – å ena sidan finns relationen mellan gruppen aktieägare och gruppen icke aktieägare i befolkningen, å andra sidan fördelningen av aktietillgångarna inom gruppen aktieägare. Som vi tidigare, i avsnitt 5.2, visat ökade andelen aktieägare i befolkningen mellan 1945 och 1975 i takten en procentenhet per femårsperiod. Detta har självfallet påverkat relationen mellan antalet aktieäggande hushåll och antalet ej aktieäggande. En ökning av andelen aktieägare är dock ingen garanti för en utjämning av aktieäggandets fördelning. Om de nyttillkomna ägargrupperna har små innehav kan en mycket liten grupp aktieägare och därmed en ytterst liten andel av befolkningen fortfarande kontrollera större delen av aktievärdet. Här måste vi därför undersöka både aktieäggandets fördelning sett över hela befolkningen och dess fördelning inom gruppen aktieägare.

Fördelningar som är så ojämna som aktiefördelningen är svåra att enkelt beskriva i tabeller eller i diagram. Vi har sökt överbrygga detta problem genom att i stället för absoluta tal använda logaritmisk skala. Den logaritmiska skalan medför att man kraftigt "förstorar" skalan i de högsta förmögenhetsskikten. Trots det kan det vara svårt att klart skönja trender.

I diagram 5.1 och 5.2 samt i tabell 5.3 och 5.4 visas hur stor andel av aktiestocken åren 1945, 1951, 1966 och 1975 som ägdes av olika andelar av de svenska hushållen när dessa rangordnats efter storleken på sina aktieinnehav. Diagram 5.1 och tabell 5.3 avser enbart aktieäggande hushåll medan diagram 5.2 och tabell 5.4 avser samtliga hushåll dvs. både ägarhushåll och andra. För att konstruera kurvorna för de äldre undersökningarna har vi tvingats göra vissa grova antaganden då vissa nyckeldata saknats.

Det mest slående draget i diagram 5.1 och tabell 5.3 avseende enbart aktieägar Kollektivet är stabiliteten i fördelningen. Detta gällde såväl börsaktier som aktier totalt. Börsaktieinnehavet var både 1951 och 1975 något mindre ojämnt fördelat inom ägargruppen än det totala aktieinnehavet. Skillnaderna var dock båda åren små.

Samtliga kurvor i diagrammet och alla värden i tabellen ligger mycket nära varandra. Resultaten pekar möjligen mot att ägarandelen har ökat för den allra rikaste procenten aktieägare. Beräknad på detta sätt skulle följaktligen aktieäggandet ha blivit ojämnare fördelat mellan 1951 och 1975.



Tabell 5.3 Aktieägarfördelningens utveckling 1945–1975. Andel (%) av totala aktievärdet ägd av de 1–10 procent största aktieägarhushållen. Enbart aktieäggande hushåll

År	Största aktieägare (% av alla aktieägarhushåll)		
	1	5	10
Totalt			
1945			74
1951	28	57	73
1966 ^a		60	73
1975	35	59	73
Börsaktier			
1951	26	55	70
1975	32	57	70

^a Antalet aktieägare överskattas som tidigare nämnts 1966 genom att då också ingick andelar etc. Om andelsbeloppet genomgående är lägre än aktieinnehavet överskattas ägarandelarna i tabellen.

Diagram 5:1 Aktieägan-
dets fördelning mellan
aktieäggande hushåll i
befolkningen 1945, 1951,
1966 och 1975 samt bör-
saktiernas fördelning
1951 och 1975. Kumule-
rade tal.

Andel av totala
aktievärdet, procent

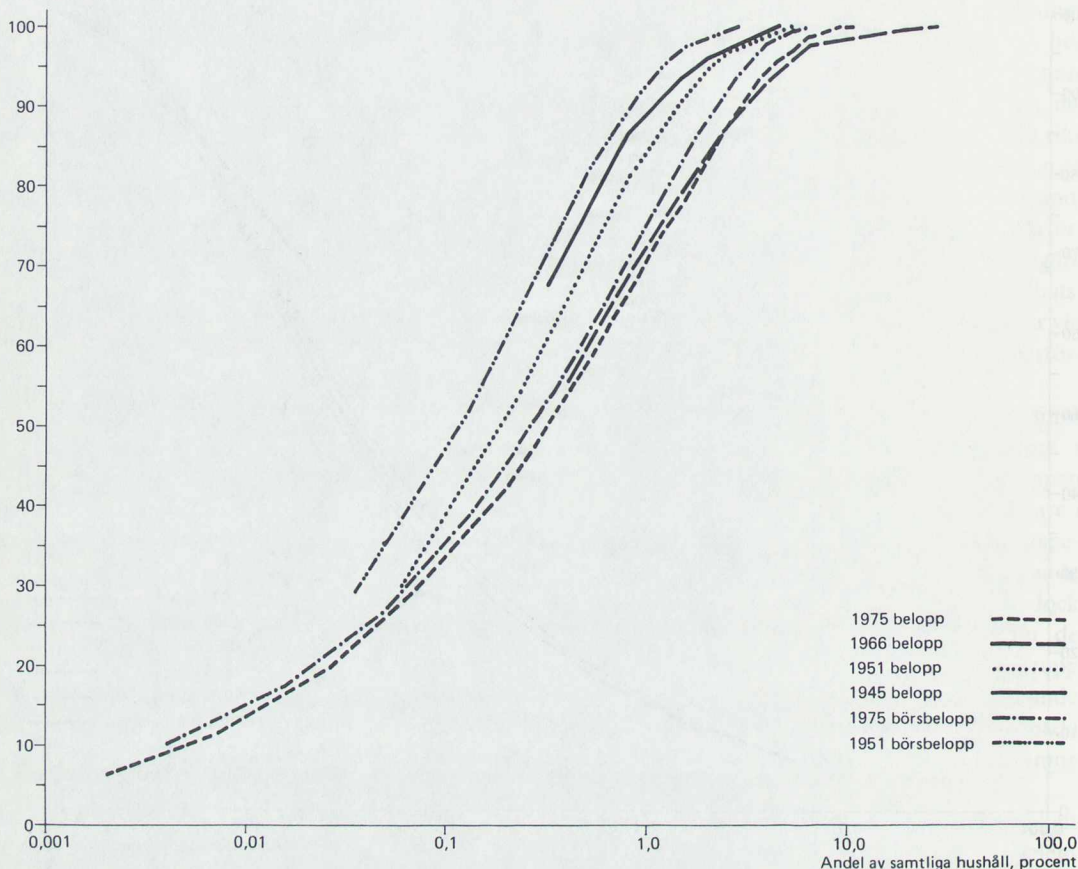


Diagram 5:2 *Aktieägandets fördelning mellan alla hushåll i befolkningen 1945, 1951, 1966 och 1975 samt börsaktiernas fördelning 1951 och 1975. Kumulerade tal.¹*

Tabell 5.4 *Aktieägarfördelningens utveckling 1945–1975. Andel (%) av totala aktievärdet ägd av de 0,1–1 procent största aktieägarhushållen. Samtliga hushåll i landet*

År	Största aktieägare (% av samtliga hushåll)		
	0,1	0,5	1
<i>Totalt</i>			
1945		75	87
1951	40	70	84
1966		59	72
1975	34	57	71
<i>Börsaktier</i>			
1951	47	80	92
1975	35	60	75

¹ Hushållen har rangordnats efter storleken på sina aktieinnehav. Nära 0 ligger ägare till de största aktieposterna. Eftersom diagrammet avser hela befolkningen och 90–95 % av hushållen saknat aktieinnehav får kurvorna ovanstående utseende.

Man kan säga att trots att antalet aktieägarhushåll mer än fördubblats under efterkrigstiden har ojämheten inom denna snabbt växande grupp varit i stort sett oförändrad. Ökningen kan därför inte enbart ha skett i de låga aktieägarskikten utan i alla storleksklasser.

I diagram 5.2 och tabell 5.4 som avser samtliga hushåll oavsett om de äger aktier eller ej är bilden en annan. Ökningen av andelen aktieägare i befolkningen har överflyglat den i diagram 5.1 konstaterade utvecklingen inom aktieägargruppen vilket resulterat i en utjämning av aktieägandet. Resultaten pekar mot en utjämning av ägarandelarna mellan 1945 och 1951 och mellan 1951 och 1975. Däremot verkar fördelningen ha varit påfallande stabil mellan 1966 och 1975.

En intressant observation i diagrammet och tabellen gäller skillnaden mellan börsaktieägandet och det totala aktieägandet. 1975 var skillnaden i fördelningsprofil liten särskilt i de allra högsta aktieägarskikten. År 1951 var skillnaderna däremot avsevärt större i alla ägarskikt. En orsak till dessa förändringar kan vara att 1975 var två tredjedelar av alla aktieägare innehavare av börsaktier jämfört med bara varannan 1951. Börsaktierna utgjorde 1975 också ca 70 procent av alla aktier mot under 60 procent 1951.

5.4 Aktieägandets betydelse i olika förmögenhetsskikt 1945–1975

Vi har tidigare i kapitel 4 påvisat det starka samband som 1975 fanns mellan hushållens förmögenhetsställning och storleken på deras aktieinnehav. I de allra högsta förmögenhetsskikten ägde praktiskt taget samtliga hushåll någon typ av aktie. Andelen ägarhushåll sjönk därefter med fallande förmögenhet för att vid låga förmögenhetsvärden ligga nära 0. En mycket hög andel av hushållens aktietillgångar ägde och ägs av ett fåtal extremt rika hushåll. I alla förmögenhetsskikt finns det givetvis exempel på enstaka hushåll, vilkas samtliga taxerade tillgångar utgörs av aktier. Det normala är dock att aktier utgör en mindre del av tillgångarna men att denna andel successivt stiger med växande förmögenhet. Aktiens egenskaper i form av risk, likviditet osv. medför att hushållen normalt skaffar sig aktier först sedan andra förmögenhetsbehov i form av likviditetsreserv, bil, bostad, fritidshus etc. täckts. Detta placeringsmönster återfinns sannolikt i alla industriländer.

Hushållens aktier utgjorde 1975 ca 8 procent av taxeringsvärdet av alla deklarerade tillgångar, men 25 procent av värdet av den rikaste procenten hushålls tillgångar, 35 procent av den rikaste promillen hushålls tillgångar och närmare 40 procent av den rikaste tiondelspromillens tillgångar. I USA var de rikaste hushållens beroende av aktier ännu starkare – uppskattningar pekar mot att den rikaste procentens tillgångar i början på sjuttioalet till omkring 50 procent utgjordes av aktier. Den amerikanska aktiemarknadens relativa tillbakagång under sjuttioalet har dock sannolikt närmast de amerikanska ägarandelarna mot de svenska nivåerna.¹

Aktiernas betydelse i olika förmögenhetsskikt har säkerligen inte heller varit oförändrad över tiden i Sverige. Aktiernas betydelse för hushållens samlade förmögenhet har ju sjunkit från 14,5 % av deklarationsvärdena 1945

¹ Preliminära uppskattningar gjorda av J. Smith, The Pennsylvania State University, USA.

till 8 % 1975. Avsikten är här att undersöka hur denna nedgång påverkat aktiernas betydelse i olika förmögenhetsskikt. Intresset är av naturliga skäl främst knutet till den verkliga toppen av förmögenhetspyramiden dvs. till de mycket förmögna hushållen. Från vår tidigare studie (SOU 1979:9) vet man att den totala förmögenhetsfördelningen, trots att den 1975 var mycket ojämn, under trettioårsperioden 1945–1975 utvecklats mot minskad ojämnhet. Den rikaste procenten hushåll ägde 1975 drygt 20 procent av samtliga hushålls taxerade förmögenhet jämfört med en nära dubbelt så hög andel (38 procent) trettio år tidigare. Utjämnningen hade primärt skett genom minskade andelar för de extremt rika. Det finns således här fyra fenomen som hänger ihop och påverkar varandra: En mycket ojämn förmögenhetsfördelning, som dock utjämnats 1945–1975. En extremt ojämn aktieägarfördelning som dock också utjämnats, sett utifrån ett totalbefolkningsperspektiv. En stark koncentration av aktieägarna till de högsta förmögenhetsskikten. En relativ minskning av aktiernas andel av hushållens samlade bruttotillgångar över tiden.

Avsikten med det följande avsnittet är att undersöka hur dessa fyra nämnda tendenser tillsammans påverkat aktieägandets betydelse i olika förmögenhetsskikt.

5.4.1 Andelen aktieägare i olika förmögenhetsskikt 1945–1975

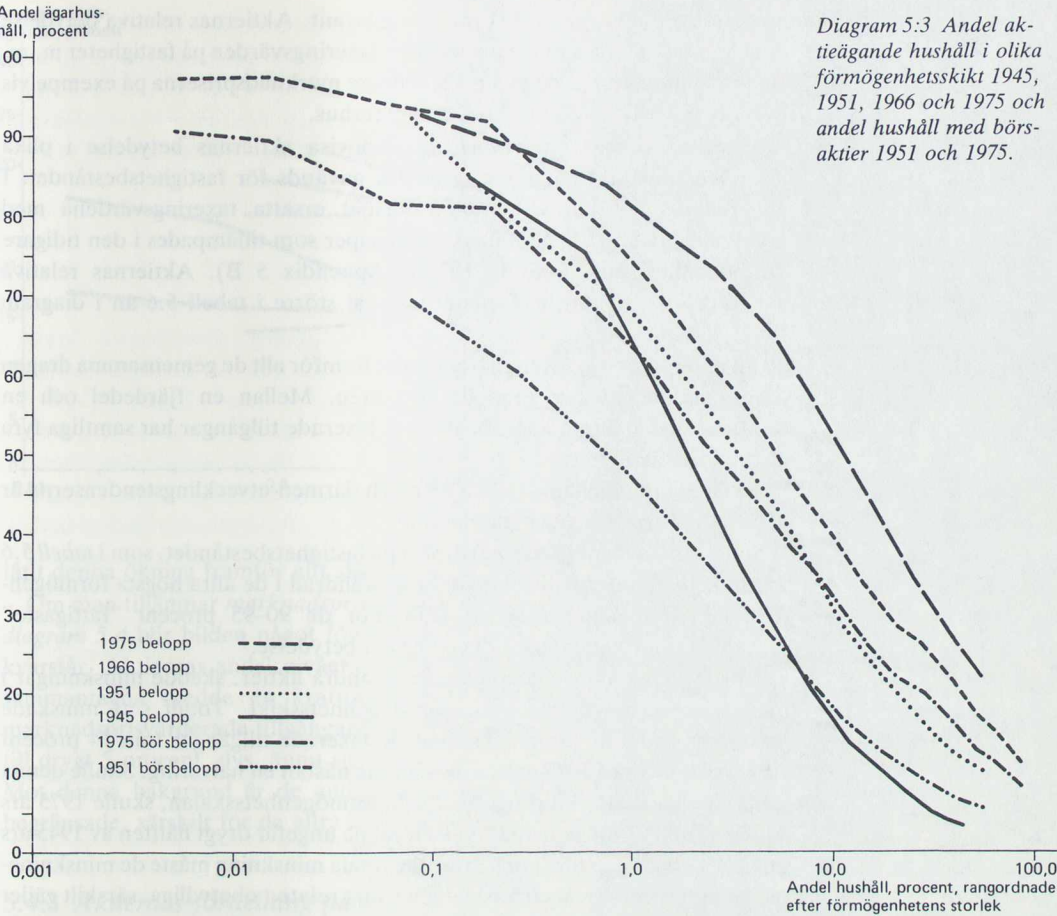
På basis av det tillgängliga källmaterialet har vi sökt bestämma andelen aktieägare i olika förmögenhetsskikt. Dessa resultat sammanfattas i diagram 5.3 och vissa uppgifter ur diagrammet återfinns i tabell 5.5. Hushållen har i båda fallen rangordnats efter sin förmögenhetsställning.

Av diagrammet och tabellen kan två klara tendenser utläsas. För det första har den tidigare betydande skillnaden mellan andelen börsaktieägare och andelen aktieägare totalt generellt utjämnats mellan 1951 och 1975. Detta kan ses som ett resultat av den tidigare nämnda trenden mot att börsaktier fått ökad relativ betydelse – två tredjedelar av alla aktieägare ägde börsaktier 1975 jämfört med bara drygt 50 procent 1951. Ökningen av andelen börsaktieägare har dock skett snabbast i de allra högsta förmögenhetsskikten.

Den andra tendensen som framkommer är den generella ökning av antalet aktieägare som ägde rum mellan 1945/1951 och 1966/1975 och som också var starkast i de allra högsta förmögenhetsskikten. Förändringarna mellan 1945 och 1951 och mellan 1966 och 1975 var däremot oklara. 1966 års ägarandelar ligger högst i alla förmögenhetsskikt, utom i den extrema toppen, men som tidigare påpekats innefattar 1966 års uppgifter även ägare till enbart olika former av andelar. Därigenom överskattas kraftigt antalet aktieägare 1966.

5.4.2 Aktiers andel av bruttotillgångarna i olika förmögenhetsskikt 1945–1975

Det finns flera faktorer som försvårar en bestämning av aktiernas andel av bruttotillgångarna. Detta beror framför allt på att deklarationerna registrerar tillgångarnas taxeringsvärden och inte deras marknadsvärden, vilket sett



Tabell 5.5 Andelen aktieägare i olika förmögenhetsskikt 1945–1975. Andel ägare (%) av de rikaste 0,1, 0,5, 1,0 och 10 procenten hushåll^a

År	Rikaste hushåll (% av alla hushåll)				Totalt
	0,1	0,5	1,0	10	100
<i>Samtliga aktier</i>					
1945		80	71	29	5
1951	89	72	68	31	6
1966		86	81	52	13
1975	94	82	74	40	11
<i>Börsaktier</i>					
1951	67	53	47	19	3
1975	81	71	63	33	8

^a På grund av källmaterialets beskaffenhet är rangordningen av hushållen inte gjord på samma sätt alla år. 1966 och 1975 baserades den på taxerad nettoförmögenhet och de två andra tidpunkterna på taxerad bruttoförmögenhet. Detta kan i viss mån påverka resultaten.

ur förmögenhetssynpunkt vore mera relevant. Aktiernas relativa betydelse ter sig givetvis större om man använder taxeringsvärden på fastigheter m. m. än om man tillämpar de ofta mycket högre marknadspriserna på exempelvis egna hem, fritidshus, jordbruk och hyreshus.

Här har vi valt att i *tabell 5.6* redovisa aktiernas betydelse i olika förmögenhetsskikt när *taxeringsvärden* används för fastighetsbeståndet. I *diagrammet 5.4* har vi däremot försökt ersätta taxeringsvärdena med marknadspriser, i enlighet med de principer som tillämpades i den tidigare förmögenhetsstudien (SOU 1979:9, Appendix 5 B). Aktiernas relativa betydelse ter sig därför av naturliga skäl större i *tabell 5.6* än i *diagram 5.4*.

I *diagrammet* och *tabellen* framträder framför allt de gemensamma dragen i förmögenhetsstrukturerna de fyra åren. Mellan en fjärdedel och en tredjedel av de allra rikaste hushållens taxerade tillgångar har samtliga fyra år utgjorts av aktier.

Skillnaderna mellan de olika åren och därmed utvecklingstendenserna är däremot svårare att klart definiera.

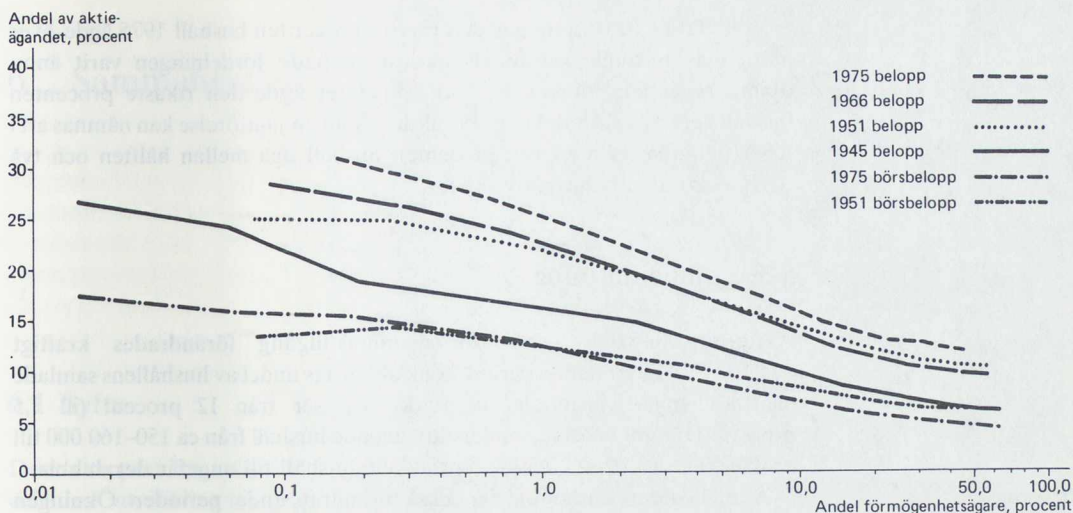
Om man använder *taxeringsvärden* på fastighetsbeståndet, som i *tabell 5.6* blir *börsaktiernas* relativa betydelse oförändrad i de allra högsta förmögenhetsskikten mellan 1951 och 1975. För de 90–95 procent "fattigaste" hushållen minskade dock börsaktierna i betydelse.

För *samtliga aktier*, börsnoterade + andra aktier, skedde minskningar i den relativa betydelsen i alla förmögenhetsskikt. Totalt sett minskade aktiernas andel av hushållens samlade taxerade tillgångar från 14 procent 1945 till 8 procent 1975, dvs. innebärande nästan en halvering. Skulle denna sänkning ha skett likformigt över hela förmögenhetsskalan, skulle 1975 års värden i alla förmögenhetsskikt ha legat på ungefär drygt hälften av 1945 års nivå. I förhållande till denna drastiska totala minskning måste de minskningar som registreras i *tabell 5.6* bedömas vara relativt obetydliga, särskilt gäller detta de allra högsta förmögenhetsskikten. Detta kan tolkas som att de rikaste hushållen hållit fast vid sina tidigare aktieinnehav medan de lägre förmögenhetsskikten, där den snabbaste förmögenhetsökningen skett, har

Tabell 5.6 Aktiers andel av förmögenheterna i olika förmögenhetssikt 1945–1975. Andel (%) av taxerade förmögenheter^a

År	Rikaste hushåll (% av alla hushåll)				Totalt
	0,1	0,5	1,0	10	100
<i>Samtliga aktier</i>					
1945		33	30	19	14,5
1951		32	30	20	14,5
1966	36	31	29	17	8
1975	35	29	26	14	8
<i>Börsaktier</i>					
1951	19	20	17	11	6
1975	22	20	17	10	4

^a Se *tabell 5.5*.



låt it denna ökning framför allt ske i andra tillgångar än i aktier.

Om man tillämpar *marknadprisvärdering* av fastighetstillgångarna som i diagram 5.4 blir bilden något förändrad men huvuddragen i utvecklingen kvarstår. Aktiernas andelsnivåer blir givetvis något lägre. För alla hushåll sammantagna skedde en kraftig minskning av aktiernas andel av de marknadprisvärderade tillgångarna mellan 1945 och 1975, från 12 procent till drygt 5 procent, dvs. ännu snabbare än om taxeringsvärden användes. Mot denna bakgrund är de andelsminskningar, som diagrammet utvisar begränsade, särskilt för de allra högsta förmögenhetsskikten.

Diagram 5:4 Aktiers andel av bruttotillgångarna i olika förmögenhetsskikt 1945, 1951, 1966 och 1975 samt andelen börsaktier 1951 och 1975. Kumulerad andel aktier och förmögenhetsägare.¹

5.4.3 Aktiernas fördelning på olika förmögenhetsskikt 1945–1975

Vi har slutligen också undersökt aktiernas fördelning på olika förmögenhetsskikt, dvs. hur stor andel av aktiestocken som ägts av de 0,1, 1,0 etc. rikaste hushållen. Hushållen har således här rangordnats efter *förmögenhetens* storlek och *inte* som exempelvis i tabell 5.3 och 5.4 efter storleken på sina *aktieinnehav*. För åren 1966 och 1975 gäller att rangordningen skett efter den taxerade nettoförmögenhetens storlek men 1945 och 1951 efter storleken på den taxerade bruttoförmögenheten. Resultaten återfinns i tabell 5.7. Tabellen utvisar en klar tendens till utjämning som gällt hela trettioårspe-

Tabell 5.7 Andel (%) av hushållens totala aktiestock ägd av de rikaste 0,5 och 1 procent av hushållen. Rangordning efter taxeringsvärden

År	Rikaste hushåll (% av alla hushåll)	
	0,5	1,0
1945	62	75
1951	55	67
1966	49	59
1975	45	53

rioden. Trots att exempelvis den rikaste procenten hushåll 1975 ägde över hälften av hushållens samlade aktiestock hade fördelningen varit ännu ojämnare under tidigare år. Vid krigsslutet ägde den rikaste procenten hushåll hela tre fjärdedelar av alla aktier. Som en jämförelse kan nämnas att i USA beräknas den rikaste procenten hushåll äga mellan hälften och två tredjedelar av alla hushålls aktier.

5.5 Sammanfattning

Aktiernas betydelse som förmögenhetstillgång förändrades kraftigt 1945–1975. Under denna period sjönk aktiernas andel av hushållens samlade bruttotillgångar värderade till marknadspriser från 12 procent till 5,5 procent. Däremot ökade antalet aktieägande hushåll från ca 150–160 000 till ca 450 000, dvs. från ca 5 procent av alla hushåll till ungefär det dubbla.

Aktieägandets fördelning har också förändrats under perioden. Ökningen av antalet ägarhushåll har medfört att medan 1 procent av alla landets hushåll 1945 ägde nära 90 procent av alla aktier var motsvarande ägarandel 1975 drygt 70 procent. Detta är främst en effekt av ökningen av andelen aktieägare.

Om man däremot begränsar jämförelsen till enbart de aktieägande hushållen framkommer en annan bild. Den tiondel av de aktieägande hushållen som hade de största aktieinnehaven ägde under hela trettioårsperioden ungefär tre fjärdedelar av alla hushålls aktier. Den procent av de aktieägande hushållen som hade de allra största innehaven synes ha stärkt sin ställning.

Sambandet stor förmögenhet–stort aktieinnehav har under hela efterkrigstiden varit mycket starkt men har försvagats något. Vid årsskiftet 1945–1946 ägde den rikaste procenten hushåll tre fjärdedelar av alla aktier jämfört med hälften av alla aktier vid slutet av 1975.

6 Sammanfattning

6.1 Syfte

Denna rapport har syftat till att beskriva hushållens aktieäggande 1975/1976 och dess utveckling under efterkrigstiden. Vi har därför undersökt hur många hushåll som ägde olika typer av aktier, storleken på hushållens aktietillgångar, ojämnheten i aktiefördelningen, vilka grupper som ägde olika aktier och hur dessa storheter förändrats under efterkrigstiden.

Vi har däremot inte här studerat aktieägandet hos andra ägargrupper än hushållen. Här ingår följaktligen inte den del av aktiekapitalet som ägs av försäkringsbolag, olika fonder, stiftelser etc. Vi har inte heller beskrivit hur ägarinflytandet utövas på bolagsstämmorna m. m. Sådana problemställningar behandlas däremot i Industriverkets undersökningar och i andra rapporter från utredningens sekretariat.

6.2 Källmaterial och metodik

Det främsta primärmaterialet har utgjorts av en särskild undersökning av hushållens självdeklarationer för inkomståret 1975. Förmögenhetssuppgifterna hänför sig därför främst till årsskiftet 1975/1976. Sammanlagt insamlades uppgifter från ett utval av ca 8 000 hushåll. Av dessa var ca 5 000 hushåll slumpmässigt utvalda och fick representera "vanliga" hushålls aktieägarsituation medan ca 3 000 hushåll med taxerad nettoförmögenhet överstigande 200 000 kronor fick representera de "rika" hushållen. Sammanlagt ingick i de utvalda hushållen ca 17 000 personers självdeklarationer.

Alla intressanta variabler kan dock inte fångas in av deklaraionsmaterial. Om man som i kapitel 4 exempelvis vill bestämma ett hushålls socioekonomiska grupp krävs ofta direkta intervjuer. För att beräkna den disponibla inkomsten krävs tillgång till omfattande registermaterial. Sådana uppgifter saknades för det särskilda urvalet av drygt 3 000 hushåll och i dessa fall har vi i stället använt ett mindre specialurval om 600 hushåll. De resultat som berör aktieägandets samband med socioekonomisk grupp och inkomst har därför större statistiska osäkerhetsmarginaler än övriga resultat.

När vi i kapitel 5 försökt bestämma aktieägandets utveckling över tiden har vårt basmaterial för 1975 i första hand jämförts med uppgifter från 1945 och 1951 års folkräkningar och med 1966 års kapitalskatteberedning. Alla dessa fyra undersökningar är deklaraionsundersökningar och redovisar följaktli-

gen i första hand tillgångars och skulders taxeringsvärden. Aktierna är därmed också upptagna till sina taxeringsvärden. Därigenom uppstår skillnader mellan behandlingen av börsnoterade aktier och av övriga aktier. I det förra fallet avspeglar i de flesta fall börskursen aktiernas marknadsvärden. För de ej börsnoterade aktierna finns ofta inga försäljningspriser att tillgå vid taxeringen utan i deklarationerna upptas s. k. substansvärden som i många fall starkt kan underskatta aktiernas marknadsvärden. De belopp som i denna rapport anges för värdet av hushållens innehav av ej börsnoterade aktier kan därför innebära en underskattning av deras verkliga marknadsvärden.

6.3 Resultat

6.3.1 *Antal ägare och aktieinnehavets värde*

Av landets ca 4,1 miljoner hushåll uppgav sig 455 000 hushåll äga aktier vid årsskiftet 1975/1976. Det var 333 000 hushåll som ägde svenska börsnoterade aktier, 13 000 ägde utländska aktier, 54 000 ägde aktier i medelstora svenska bolag och 123 000 i övriga bolag. Detta innebär att 11 procent av alla hushåll ägde någon form av aktie, 8 procent börsnoterade aktier, 1,3 procent aktier i medelstora bolag, 0,3 procent aktier i utländska bolag och 3 procent i övriga bolag. Det innebär också att 89 procent av de svenska hushållen inte över huvud taget ägde någon form av aktie.

De uppgifter vi här presenterat baseras på hushållens egna självdeklarationer. I den allmänna debatten brukar antalet aktieägare anges till avsevärt högre tal – siffror upp mot 1 miljon har nämnts. De uppgifterna baseras på intervjuundersökningar av ett urval hushåll. Enligt vår uppfattning kan de stora skillnaderna, mellan vår uppskattning av antalet ägare och intervjuundersökningarna, egentligen bara förklaras av att det antingen förekommer en mycket stor falskdeklaration/underdeklaration bland aktieägarna eller av svagheter i intervjuundersökningarna.

I debatten brukar också hävdas att antalet aktieägare vuxit starkt under efterkrigstiden. Enligt vårt material har det också skett en viss ökning. Andelen aktieäggande hushåll har ökat från ca 5 procent 1945 till ca 11 procent 1975. Andelen ägare till börsaktier ökade från 3 procent till 8 procent.

Aktiers relativa betydelse som förmögenhetstillgång minskade däremot starkt under trettioårsperioden. Enligt deklarationerna ägde hushållen 1975 börsaktier till ett värde av 19,3 miljarder, aktier i medelstora bolag för 5,2 miljarder, utländska aktier för 0,6 miljarder, aktier via handelsbolag för 0,3 miljarder och övriga aktier för 2,2 miljarder. Sammantaget blir detta 27,7 miljarder vilket motsvarade 8 procent av hushållens samlade bruttoförmögenhet, när tillgångarna värderades till taxeringsvärden och 5,5 procent om tillgångarna (särskilt) fastigheter åsatts marknadspriser. Aktierna utgjorde därför en förhållandevis blygsam del av hushållens totala förmögenhet.

Aktiernas relativa betydelse har också förändrats under efterkrigstiden. Aktierna utgjorde 1945 ca 12 procent av hushållens marknadsprisvärderade förmögenhet jämfört med ovan nämnda 5,5 procent 1975. Nedgången skedde kontinuerligt under perioden.

I Appendix 4:B och 4:C redovisas statistiska uppgifter för de hushåll som i

deklarationerna uppgivit innehav av börsaktier för årsskiftet 1975/1976. Beräkningarna avser antalet ägarhushåll till respektive börsföretag och deras sammanlagda innehav.

I appendix 4:B redovisas de femtio största börsbolagen rangordnade dels efter hushållens sammanlagda innehav, dels efter antalet ägarhushåll. Av materialet framgår att det fanns ett starkt samband mellan antalet ägarhushåll och de ägda beloppen vilket innebär att genomsnittsinnehavens storlek i de olika bolagen är av ungefär samma storlek. Sju av de tio ägarbeloppsmässigt största bolagen tillhörde också de tio ägarantalmässigt största bolagen. Volvo och ASEA var största respektive näst största bolag enligt båda rankningarna. Enligt beräkningarna ägde drygt 100 000 ägarhushåll i Volvo tillsammans aktier för nära 1,3 miljarder. Även i ASEA och LME översteg hushållens innehav 1 miljard kronor och i ytterligare sju bolag en halv miljard. Gränsen 100 miljoner överskreds i sammanlagt 47 bolag.

Antalet ägarhushåll var i de flesta bolag relativt begränsat – 40 bolag hade under 1 000 ägare och i sammanlagt 100 bolag var antalet ägare mindre än 5 000. Drygt 50 bolag hade mer än 5 000 hushåll som ägare; 17 av dem hade mer än 20 000 ägare.

6.3.2 Vem ägde aktier 1975?

Det finns mycket klara samband mellan aktieäggande och förmögenhet, inkomst, socialgrupp, ålder och bostadsort. Detta gäller både för andelen aktieägare och för värdet av aktieinnehaven. Totalt sett utgjorde aktier 8 procent av hushållens taxerade bruttoförmögenhet och 5 procent om fastigheterna värderades till marknadspriser. Aktiernas andel var dock avsevärt högre i höga förmögenhetsskikt, höga inkomstskikt, "höga" socioekonomiska grupper, höga åldersskikt och i storstadsområdena. Andelen aktieägare översteg i dessa grupper också det totala genomsnittet som var 11 procent. Andelen aktieägare och aktiernas andel av bruttoförmögenheterna var däremot lägre än genomsnittet för hushåll med låg förmögenhet, inkomst etc. Det fanns naturligtvis också en samvariation mellan de variabler som här nämnts. Den "typiska" aktieägaren blev då en äldre företagsledare bosatt i Stockholm, med stor förmögenhet och hög inkomst.

Sambandet mellan aktieäggande och förmögenhetens storlek var kanske det klaraste av de ovan angivna. Andelen aktieägare uppgick till 97 procent för hushåll med nettoförmögenhet överstigande 10 miljoner kronor; sjönk sedan successivt med fallande förmögenhet till 3 procent för hushåll i förmögenhetsskikten 10 000–25 000 kronor (och till noll för hushåll utan förmögenhet). Samma mönster återfanns såväl för börsaktier som för övriga aktieslag.

Aktieinnehavens storlek varierade också med förmögenheten; hushåll med en taxerad nettoförmögenhet över 5 miljoner kronor ägde i genomsnitt aktier för nära 6 miljoner medan motsvarande genomsnittsinnehav i de låga förmögenhetsskikten låg under 1 000 kronor. En mycket stor andel av aktieinnehavet föll därför på de största förmögenheterna – 1975 ägde hushåll med beskattningsbar förmögenhet (över 200 000 kronor i nettoförmögenhet) tre fjärdedelar av alla aktier.

Sambandet mellan hushållens aktieäggande och deras disponibla inkomster följde i stort samma mönster som för förmögenheterna. Andelen ägare och aktieinnehavet per hushåll växte med inkomsten. I den lägsta inkomstklassen uppgick aktieinnehavet fördelat på alla hushåll till 1 000 kronor jämfört med över 80 000 kronor i genomsnitt för hushåll med en disponibel inkomst överstigande 100 000 kronor.

Beträffande socioekonomisk grupp gällde att tre grupper – gymnasieingenjörer m. m., företagsledare och specialister samt pensionärer – som sammantagna utgjorde 44 procent av alla hushåll, tillsammans hade två tredjedelar av landets alla aktieägare och över sjuttio procent av aktietillgångarna.

Beträffande börsaktier fanns en stark koncentration av ägandet till högre åldrar – över hälften av hushållens börsstock ägdes av hushåll där hushållsföreståndaren var över 60 år. Detta är emellertid inte något nytt fenomen utan liknande koncentrationer av aktieäggandet till de högsta åldersskikten fanns exempelvis 1966, 1951 och 1945.

Aktieäggandets regionala fördelning präglades av en stark storstadskoncentration, främst till Stockholm. Stockholms andel av aktiestocken var nära dubbelt så hög som dess andel av befolkningen och av bruttotillgångarna. Detta gällde alla de typer av aktier som vår undersökning omfattade men var särskilt markant för aktier i utländska bolag och för börsaktier. Börsaktierna, som ju var det klart viktigaste aktieslaget, ägdes till nära fyrtio procent och de utländska aktierna till nästan hälften av hushåll i stockholmsområdet.

6.3.3 *Aktieäggandets fördelning*

Aktier är tillsammans med hyresfastigheter de tillgångsslag som är mest ojämnt fördelade bland hushållen. Nära nio tiondelar av alla hushåll ägde 1975 över huvud taget inga aktier och hälften av de aktieäggande hushållen ägde aktier till ett värde understigande 10 000 kronor. Ett fåtal hushåll med mycket stora innehav ägde å andra sidan en betydande del av alla aktier. För börsaktier gällde att de 5 500 största ägarna tillsammans ägde börsaktier för ca 7,5 miljarder kronor, dvs. nära 40 procent av alla börsaktier. De 11 000 största ägarna, knappt 0,3 procent av landets drygt 4 miljoner hushåll, ägde halva hushållens börsstock.

En femtedel av ägarna till börsaktier ägde aktier sammanlagt värda mindre än 1 000 kronor och hälften av ägarhushållen (166 000) hade tillgångar i aktier understigande 10 000 kronor. Denna halva av aktieägarna svarade tillsammans bara för 2,5 procent av hushållens totala innehav. Detta kan jämföras med att i toppen på ägarfördelningen en så ytterst begränsad krets som 180 hushåll ägde en tiondel av börsaktierna.

I själva verket ägde de 180 största aktieägarhushållen tillsammans lika mycket börsaktier som fyra miljoner hushåll sammantagna. Lika ojämna fördelningar gäller i princip för alla slag av aktier. Aktieäggandet är i själva verket så ojämnt att det är svårt att översiktligt illustrera detta. En hundradels procent av landet hushåll (0,01 procent) ägde 12 procent av alla hushålls aktier, en procent av landets alla hushåll ägde 70 procent av alla aktier.

Även jämfört med ojämnheter i exempelvis inkomstfördelningen och den totala förmögenhetsfördelningen är aktieäggandet extremt ojämnt fördelat. För

den totala förmögenhetsfördelningen gäller att den rikaste procenten hushåll äger 15–20 procent av alla tillgångar. Samma andel av aktievärdet ägs alltså av en hundradel så stor befolkningsfraktion. I inkomstfördelningsstudier brukar man få till resultat att den tiondel av hushållen med de högsta disponibla inkomsterna tillsammans disponerar 15–20 procent av alla inkomster. Samma andel av hushållens börsaktier ägdes 1975 av en tusendel så stor andel av hushållen.

Även om man utesluter de 90 procent av hushållen som helt saknade aktieinnehav och enbart studerar de hushåll som ägde aktier var aktieinnehavet mycket ojämnt fördelat; en procent av aktieägarhushållen ägde en tredjedel av alla aktier och en tiondel av ägarhushållen ägde över 70 procent av aktierna.

Jämförelser med tidigare ägarundersökningar för 1966, 1951 och 1945 visar dock att den extrema ojämnheten i aktieägarfördelningen 1975 inte var unik. Studerar man enbart gruppen aktieägende hushåll finner man en anmärkningsvärd stabilitet i ägarfördelningen. Samtliga fyra år har den tiondel av aktieägarna med de största aktieinnehaven ägt tre fjärdedelar av alla hushålls aktier.

Den ökning av andelen aktieägare som skett i befolkningen har dock medverkat till att aktieägarfördelningen minskat i ojämnhet, när jämförelsen avser hela befolkningen. Medan 1 procent av samtliga hushåll vid slutet av fjortioalet ägde 85–90 procent av alla hushålls aktier var motsvarande andel 1975 drygt 70 procent. Man kan därför säga att trots att aktieägarfördelningen 1975 var extremt ojämn jämfört med andra ekonomiskt politiskt intressanta fördelningar har den tidigare varit ännu ojämnare.

6.3.4 Avslutning

Denna studie har avsett hushållens aktieägende. Av resultaten framgår att hushållens innehav av börsnoterade aktier 1975 uppgick till 19,3 miljarder kronor. Detta motsvarade drygt 40 procent av 1975 års samlade börsvärde. Det innebär att hushållens direktägda andel av de börsnoterade aktierna sedan 1951 sjunkit från ca 70 procent till drygt 40 procent. Samtidigt har det institutionella ägandet från försäkringsbolag, investmentbolag, AP-fonden etc. ökat. Detta växande s. k. sekundära ägande, dvs. ägande av grupper som i sin tur ägs av andra grupper, är ett viktigt drag i utvecklingen av aktieägarstrukturen i Sverige under femtio-, sextio- och sjuttiotalen. Denna studie har dock begränsats till att diskutera utvecklingen inom den sjunkande andel av det totala aktieägandet som utgörs av hushållens aktieägende.

Ägandekonzentration eller konkurrens på aktiemarknaden?

Synpunkter på frågan om löntagarfonder

Av Rolf Eidem

Agarose gel electrophoresis

1. Prepare 1% agarose gel

2. Load DNA samples

Innehåll

<i>Författarens förord</i>	75
<i>Inledning</i>	77
<i>1 Kapitalfonder, kapitalmarknad och ekonomisk teori</i>	81
1.1 Några viktiga förutsättningar	81
1.2 Aktiens funktioner	83
1.3 En modellaktiemarknad	85
1.4 Modellaktiemarknaden, verkligheten och fondsystemet	89
1.4.1 Kapitalförsörjningsfunktionen	90
1.4.2 Signalfunktionen	92
1.4.3 Kapitalplaceringsfunktionen	102
1.5 Det "ideala" fondsystemet	103
<i>2 Medborgarfonder och löntagarfonder</i>	107
2.1 Medborgarintresset	108
2.1.1 Fyra aspekter av medborgarintresset	108
2.1.2 Brister i marknadsekonomi	110
2.1.3 Frågan om individuella andelar	111
2.2 "Medborgarfonder" contra "idealfonder"	112
2.3 Löntagarintresset	116
2.4 "Löntagarfonder" contra "medborgarfonder"	121
<i>3 En tänkbar typmodell – kort sammanfattning</i>	123
<i>Referenser</i>	125

Författarens förord

Föreliggande rapport, som i allt väsentligt tillkom under vintern – våren 1978, hade ursprungligen karaktären av en intern arbetspromemoria, som inte var avsedd att publiceras. Att jag nu, nästan fyra år senare, likväl publicerar den utan större ändringar eller tillägg beror naturligtvis på att jag tror att den kan vara av visst intresse även utanför den snäva kretsen av utredningsledamöter och sekretariat.

I mitt arbete för utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten har jag hela tiden sett det som min uppgift att – från nationalekonomins utsiktspunkt – betrakta frågan om s. k. löntagarfonder som en *allmän*, teoretisk fråga om vad som händer i en marknadsekonomi när löntagarna i kollektiva former på olika nivåer blir innehavare av riskkapital i företagen. Jag har därför inte tagit upp de alltfler *specifika* förslag till löntagarfonder, som framlagts. Det har synts mig viktigare att försöka bringa någon reda i de grundläggande analytiska frågorna kring fenomenet löntagarfonder än att kommentera olika fondförslag.

Den här rapporten är ett första sådant försök. Sedan denna rapport skrevs har jag arbetet vidare med likartade utgångspunkter; senare denna vår kommer också en större rapport att publiceras med titeln "Företaget, kapitalmarknaden och löntagarfonderna".

Rolf Eidem

Inledning

Med löntagarfonder menas i denna rapport icke primärt pensionsmotiverade fonder av kapital (riskkapital), som väsentligen disponeras av kollektiv av löntagare. I marknadsekonomierna inom OECD-området förekommer visserligen sådana kapitalfonder på några håll (t. ex. participation-fonder i Frankrike), men ingenstans med sådan inriktning och omfattning att de inneburit någon kvalitativ förändring i det ekonomiska systemet. Löntagarfonder är ännu ett nytt, främmande inslag i marknadsekonomin. Löntagarfonder av olika slag och deras verkningar i ett sådant ekonomiskt system har i liten utsträckning varit föremål för nationalekonomisk analys.

Detta ointresse har flera olika anledningar. Men en huvudanledning i vårt land kan ha varit osäkerheten om och storleksordningen i de (långsiktiga) förändringar i ekonomi och samhälle, som olika fondförslag trots kunna leda till. I traditionell nationalekonomisk analys studerar man marginella förändringar (av t. ex. priser, räntor, valutakurser) inom ramen för ett givet ekonomiskt system. Större förändringar av själva systemets sätt att fungera har varit svåra att inordna i denna analytiska tradition. Svårigheterna att bedöma och utvärdera verkningarna av sådana förändringar har för de flesta nationalekonomer blivit en anledning att avstå från egna analyser.

Det låter sig alltid säga att en så stor fråga som löntagarfondsfrågan till syvende og sidst måste vara politisk – och därmed undandragen vetenskapliga bedömningar. Verkningarna av de framlagda förslagen är så omfattande att det ytterst måste vara fråga om vilken samhällssyn man har, om man vill godkänna eller förkasta förslagen. Och en människas samhällssyn är politisk, inte vetenskaplig.

Ändå tror jag att en vetenskapsman kan ha synpunkter av intresse när det gäller själva *tekniken* för att få löntagarfondsfrågan hanterbar, utifrån de krav som medborgaren i gemen har rätt att ställa i fråga om överblickbarhet i problemställning och klarhet i analys. Kravet på överblickbarhet i problemställningen innebär ett krav på något slags lämplig dimensionering av de *mål* man vill nå men också ett krav på konkretion och relevans i fråga om de *problem* man vill lösa. Kravet på klarhet i analysen innebär även det ett krav på en rimlig begränsning av den fråga man vill analysera. Mot detta kan man invända att man ibland helt enkelt är bunden vid vissa politiska mål och alltså inte kan göra de inskränkningar, som kunde motiveras av kravet på klarhet i analysen. Men vetenskapsmannen kan, till skillnad från politikern, introducera de olika målen på olika sätt i sin analys (omvandla vissa mål till restriktioner etc.). Det betyder inte att något mål glöms bort, bara att målen

på något medvetet sätt styrs in i analysen.

Det betyder emellertid också att de mål och medel som anges för löntagarfonder av olika slag alltid måste *preciseras*; hur hänger olika mål samman? hur kan de konkret tänkas ge välfärdsvinster?

Syftet med vetenskapsmannens operation inför en analys av "fondfrågan" skulle alltså vara att *dimensionera* målen och problemen på ett sådant sätt att det blir möjligt att föra en diskussion som uppfyller rimliga krav på klarhet i analysen och entydighet i sambanden. Operationen inleds lämpligen med följande fråga: om de som i någon mening tror på kollektivt löntagaräggande rannsakade sig själva, vad skulle de då framhålla som dess viktigaste syfte? Enligt min uppfattning är det ganska klart att svaret skulle handla om ägandet och makten – låt oss kalla det inflytandeaspekten. I långa tider har innehav av produktionskapital – särskilt aktiekapital – setts som ett medel att utöva ekonomisk makt. Många människor ser privatkapitalets maktställning som det "sista", avgörande hindret på vägen mot ett "lyckligare och mer demokratiskt" samhälle. Det är oftast fråga om ytterligt vaga föreställningar, både när det gäller att förklara på vilket sätt privatkapitalets nuvarande omfattning och fördelning (i Sverige) blockerar viktiga välfärdspolitiska mål och när det gäller att förklara hur en alternativ ordning skulle kunna hjälpa oss till målen snabbare. Men att föreställningar är vaga betyder inte att de är svaga och endast ytligt kända.

En huvudfråga i samband med löntagarfonder måste då bli: går det att med någon konkretion precisera problemen bakom tvivlet på ett sätt som gör det representativt för vad många människor känner och – inte minst – går det att ur denna precisering "skära ut" ett mål – tillräckligt snävt för att kunna ligga till grund för en analys med rimliga anspråk på saklighet (och tillräckligt brett för att kunna entusiasmera en majoritet)?

Kritiken av den nuvarande, av enskilda ägarintressen dominerade, ägarordningen i det svenska näringslivet kan sägas följa två huvudlinjer. Den ena utgår ifrån att den grad av *koncentration* i det enskilda aktieägandet i näringslivet, som spontant kommit att uppstå med den svenska ekonomins nuvarande spelregler, är alltför hög. Utgångspunkten för denna bedömning är att många av dem som äger företagskapital har alltför stor makt i termer av t. ex. sina rättigheter att fatta beslut av stor räckvidd för sysselsättning och samhälle. Enligt detta synsätt borde något slags övre gräns dras vad gäller enskilda fysiska och juridiska personers möjligheter att utöva sin kapitalägmakt.

Man talar ibland om människors funktioner i konsumentrollen, löntagarrollen och medborgarrollen; här kan vi tala om en *kapitalägarroll*, för vilken många alltså vill staka ut snävare gränser än de nuvarande. En naturlig, första idé att pröva vore en lagstiftning om nya regler för enskilt aktieinnehav som t. ex. maximerade varje enskild aktieägars (rösträtts-) innehav till några få procent av aktiekapitalet i ett företag och/eller satte bestämda gränser för antalet företag, där en aktieägare samtidigt fick äga större poster. Intresset för den typen av reformer har dock varit ringa i Sverige. På många håll har man ifrågasatt möjligheterna att övervaka en sådan lagstiftning (med hänsyn till risken för informella koalitioner mellan olika aktieägare, bulvanverksamhet etc.); kanske har man också sett risker för effektivitetsförluster genom att omöjliggöra stora och handlingskraftiga aktieägare med intressen i flera

företag, ägare som kan ta initiativ till produktivetsfrämjande (och riskutjämning) kombinationer av olika företag.

Om man inte vill arbeta på att minska den enskilda ägandekoncentrationen inom dess egen ram, måste man gå utanför den. Kan den idealiska nya aktieägaren vara en större, "kollektiv" ägare, dvs. en ägare (stat, kooperation, fackföreningar) som grundar sin kapitalägmakt på något slags representativt-demokratiskt förfarande, och som kan bli tillräckligt stor för att ta upp kampen med de nuvarande storaktieägarna?

Den *andra* huvudlinjen i kritiken av den nuvarande, av enskilda ägarintressen dominerade, ägarordningen i svenskt näringsliv utgår ifrån en föreställning att *kvaliteten* på de beslut som fattas i produktionen är sämre än de som skulle komma att fattas i en värld, där *kollektiva* ägarintressen dominerar. Om den första huvudlinjen av kritik kan karakteriseras som en demokrati-(rättvis-)aspekt på ägarkoncentrationen, så kan den andra kanske karakteriseras som en effektivitets-(kvalitets-)aspekt på enskilda *contra* kollektiva ägandeformer. Antag att vi hade genomfört en utjämningsreform av aktieägandet så att vi inte längre hade några oacceptabelt stora och dominerande privata aktieägare i företagen, men att aktieägandet fortfarande i princip var i enskilda händer (direkt hos fysiska personer och indirekt via juridiska personer). Nästa fråga blir nu om det är möjligt att uppnå någon förbättring av kvaliteten i de beslut, som fattas i de företag som uppträder på denna reformerade aktie- och kapitalmarknad, genom att aktieägandet sker i andra former än de nuvarande; med kvalitetsförbättring menas här ett närmande av allokering och fördelning till välfärdspolitiska mål *som omfattas av breda folkgrupper*: det kan för det första, gälla en snabbare *produktionsökning* genom att aktieägandet omorganiseras till en uppsättning av *många, relativt stora* aktieägare som var och en har egna tolkningar av framtidsutsikterna för olika företag och starka incitament att aktivt medverka i företagets investeringsbeslut; det kan också (samtidigt?) vara fråga om att installera nya aktieägare, som är *fördelningspolitiskt* lättare att acceptera än de "gamla" och som därigenom skulle kunna medverka till en höjning av vinsttolerans och soliditet med en *snabbare* produktionsutveckling som följd; det kan vidare vara fråga om att skapa *nya förutsättningar för den ekonomiska politiken* (stabiliseringspolitik, näringspolitik) genom att introducera nya aktieägare, som har andra preferenser¹ (avkastningskrav, riskbenägenhet, planeringshorisont etc.) än de nuvarande ägarna; ett fjärde mål kan vara att organisera aktieägandet så att produktionen och konsumtionen får en annan *inriktning* genom att *löntagarna själva* äger (eller disponerar det inflytande som medföljer) aktier i det *egna* företaget – en sådan ordning skulle ge löntagarna en ny grundval för att göra sina avvägningar mellan kontantlöneökningar och arbetsmiljöförbättringar, mellan nya produkter och produktionsprocesser och gamla, mellan expansion och konsolidering etc.

Det är inte lätt att rangordna dessa välfärds mål utifrån det tänkbara stöd de kan ha ute bland människorna; olika mål kan motivera olika struktur hos aktieägandet. Men låt oss för resonemangets skull anta att det första, ovannämnda, målet är det "bredaste". Hur kan man agera för att effektivisera aktieägandet?

Därmed har vi – för denna studie – avgränsat målen med löntagarfonder till

¹ Närmare bestämt preferenser som är mer representativa för breda medborgargrupper än de nuvarande "specialiserade" aktieägarnas.

att gälla *inflytandefrågan*, och sedan preciserat målet till att gälla dels en minskning av *koncentrationen* i fråga om aktieägandet, dels en *effektivisering* av kapitalmarknaden. Andra aspekter på inflytandet för löntagarna kommer också in i bilden (t. ex. frågan om delegering av rösträtt till de anställda lokalt), men dessa är huvudfrågorna.

Syftet med studien är att försöka illustrera hur analysen av dessa frågor kan läggas upp. Detta är *ett* sätt; andra finns säkert, varav några kan vara bättre. Det är viktigt att dessa alternativa ansatser också kommer fram i debatten om löntagarfonder.

Rapporten är disponerad i tre steg. Det *första* blir att redogöra för vad nationalekonomisk teori har att säga om kapitalmarknader och kapitalfonder i marknadsekonomin. Vårt problem avgränsas till att gälla aktiemarknaden, där vi tänker oss att en ny stor aktör uppträder med flera miljarder att placera. Till en början görs inga specifika antaganden beträffande placeringspolitiken. Denna får i stället härledas ur teorin. Därefter granskas teorin kritiskt och frågan ställs vad det kan finnas för anledning att modifiera reglerna för placeringspolitiken. Därefter introduceras den specifika situationen på den svenska kapitalmarknaden. Även här undersöks om det går att komma närmare teorins ideal genom en ytterligare modifiering av reglerna för placeringspolitiken. En idealmodell för kapitalfondernas förvaltning skisseras.

Det *andra* steget blir att introducera "medborgarintresset". Vi diskuterar de förutsebara verkningarna av 'idealfondsystemet' med hänsyn till 'medborgarintresset' för att se vilka modifikationer av systemet som kan anses påkallade.

Det *tredje* steget blir att introducera ett särskilt "löntagarintresse". Hur ser det ut? Vilka problem aktualiseras av önskemålet om ett betydande löntagarinflytande över fondförvaltningen för att tillgodose detta 'löntagarintresse'? Vilka gränser sätter kravet på effektivitet i kapitalallokeringen och önskemålet om en decentraliserad kapitalmarknad över huvud för möjligheten att ge löntagarkollektivet ett dominerande inflytande över fondförvaltningen? Riskerar 'löntagarintresset' på någon punkt att komma i konflikt med 'medborgarintresset'? Hur bör det i så fall påverka utformningen av fondsystemet?

Avslutningsvis mynnar den förda diskussionen ut i ett förslag till en tänkbar typmodell för ett fondsystem.

1 Kapitalfonder, kapitalmarknad och ekonomisk teori

Utgångspunkten för denna PM är alltså en situation, där löntagarna kollektivt förfogar över en betydande mängd kapital, säg, 10–15 mdr kr. Hur uppbyggnaden av dessa kapitalfonder finansierats lämnas tills vidare därhän.¹ Inte heller görs något försök att förutse olika problem i samband med fondförvaltningen under uppbyggnadsskedet. I praktiken kommer naturligtvis de fortlöpande erfarenheter som görs att leda till förändringar i fondförvaltningen. Men syftet här är ett annat: att diskutera de samhälls-ekonomiska verkningarna av att vi får en ny stor aktör på kapitalmarknaden. Det förefaller rimligt att ta upp den analysen utifrån en tänkt situation, som är mer typisk för fondförvaltningens framtida liv än det omedelbara uppbyggnadsskedet.

Huvudfrågan för den fortsatta diskussionen i detta första avsnitt är vad ekonomisk teori har att säga om hur finansiellt kapital kan ges den samhällsekonomiskt bästa användningen.

1.1 Några viktiga förutsättningar

Det förutsätts att löntagarnas kapitalfonder placeras i *aktier*. Det är ingen självklar förutsättning. I princip vore det "bäst" om placeringen av varje fondkrona övervägdes utifrån hela skalan av olika, tänkbara fordringsbevis.² Då skulle möjligheterna öka att nå en god överensstämmelse mellan placeringens egenskaper i fråga om förväntad avkastning, risk, inflytande etc. och placeringsönskemålen hos fondförvaltningen – vilken placeringspolitik man än bestämmer sig för.³ Att jag här ändå avstår från att ta upp andra placeringsformer än aktier motiveras av att aktier framstått som det naturliga placeringsvalet i den svenska löntagarfondsdebatten. Minst lika viktigt är dock motivet att något förenkla vår svåra problemställning så att analysen av placeringspolitik och fondförvaltning kan renodlas. På ett senare stadium kan det bli intressant att introducera andra placeringsalternativ än aktier, för att se om detta på något avgörande sätt påverkar slutsatserna av analysen.

Om man på detta sätt förutsätter att kapitalfonder av den storleksordning det här är fråga om skall omvandlas till just aktier, får detta en rad konsekvenser för kapitalmarknaden. Uppbyggandet av fonder av löntagar-kapital påverkar via löntagarnas och aktieägarnas reaktioner både den totala kapitalbildningen och dess fördelning på olika kapitaltyper, såsom bankspa-

¹ Valet av finansieringsmetod (typ av vinstdelning, lönebaserade avgifter etc.) och dess incidens spelar sannolikt en viktig roll för vilka krav som från olika håll kommer att ställas på placeringspolitikens utformning. Detsamma gäller omfattningen av finansieringen, dvs. vilka sektorer inom ekonomin som kan komma att ingå i systemet.

² Ett mycket intressant alternativ vore placeringar i obligationer (industrin m. m.) så att en större andrahandsmarknad för sådana fordringsbevis kunde bildas i vårt land.

³ Huvudalternativ till aktier (stam- och preferensaktier) är f. n. obligationer och reverslån. En ganska livlig debatt har dock förts om nya kapitalslag som konvertibla skuldebrev, vinstandelsbevis och s. k. warrants (Kapitalmarknadsutredningen, SOU 1972:63, s. 105 ff.)

rande, obligationssparande, aktiesparande etc.

Om nu dessutom löntagarnas stora kapitalfonder binds till placering i aktier kommer detta att få ytterligare effekter på kapitalmarknaden. Om tillgången på riskkapital ökar snabbare än det totala kapitalutbudet bör aktiefinansiering bli förmånligare än tidigare. Då kan soliditeten i företagen öka och skapa förutsättningar för en ökad efterfrågan på lånekapital. På grund av aktiekapitalets strategiska roll i företagets finansiering får kapitalfondernas särskilda placeringspolitik betydelsefulla verkningar på kapitalmarknaden. I det följande kommer dock *inte dessa verkningar att studeras vidare*. Motiveringen är – än en gång – en önskan att förenkla vårt problem. Om det kan göras troligt att dessa effekter är tillräckligt stora för att spela en roll för utformningen av placeringspolitiken och fondförvaltningen borde denna aspekt tas upp i ett annat sammanhang.

En tredje viktig förutsättning är att de produktiva verksamheter, i vilka kapitalfonderna placeras, är *svenska aktiebolag*, där aktiekapitalet ägs av *enskilda* fysiska och/eller juridiska personer. Det kan tyckas självklart att aktieplaceringar endast kan ske i aktiebolag. Med en sådan avgränsning skulle emellertid produktiva verksamheter, där aktiekapitalet ägs av staten (AB Statsföretag) eller kommuner, eller där kapitalassociationen sker i andra former än aktier (ekonomiska föreningar – konsument/producentkooperation), hamna utanför kretsen av potentiella förmånstagare vad gäller fondkapitalet. Karaktären hos detta diskrimineringsproblem beror i hög grad på om och hur de anställda i sådana verksamheter anknyts till ett fondsystem. Men *om* problemet skulle uppstå kan det inte uteslutas att företag inom dessa områden ombildas till aktiebolag för att komma i fråga när fondkapitalet skall placeras. Verkningarna härav – liksom verkningarna över huvud av en avgränsning av placeringspolitiken till att innefatta endast enskilt ägda aktiebolag – diskuteras inte vidare i denna rapport.

En fjärde förutsättning är att de företag (eller aktier) som kan komma i fråga för fondernas kapitalplaceringar är verksamma i en *marknadsekonomi*. I en marknadsekonomi sker samordningen av produktionsbeslut, investeringsbeslut och konsumtionsbeslut i olika företag resp. hushåll huvudsakligen med hjälp av den information som marknadspriserna (aktuella och förväntade) ger ("prissystemet"). I avsaknad av en central samordnande planmyndighet måste företagen själva söka information om den tänkbara utvecklingen på intressanta marknader, förutse *och* reagera på förutsedda förändringar i relativpriserna på produktionsfaktorer och produkter. När dessa reaktioner eller beslut träffar rätt, och företagen får sälja (och köpa) ungefär vad de räknat med till ungefär de priser de räknat med, då har samordningen via marknaden fungerat. Företagen kan honorera alla sina avtal med kunder och leverantörer, anställda och långivare – och ge normal vinst och avkastning på sitt aktiekapital. Men när besluten inte träffar rätt och lagren växer etc. då kan det bli aktuellt sänka utdelningen på aktierna, avskeda anställda och – i vissa fall – lägga ned verksamheten. Andra gånger slår de felaktiga¹ besluten åt andra hållet – utdelningen kan höjas, nyanställningar äga rum och verksamheten utökas.

Ett ekonomiskt system med decentraliserad samordning av resursfördelningsbesluten innebär därför en betydande osäkerhet för många av de medagerande. Den osäkerheten, som är en organisk del av den decentrali-

¹ Felaktiga i meningen "ej tillräckligt förutseende". Om företagen fortlöpande anpassade sin produktion korrekt till efterfrågan skulle några plötsliga, stora vinstökningar aldrig äga rum.

serade marknadsekonomin, innefattar både ett löfte om vinst vid "lyckad samordning" och ett hot om förlust vid "misslyckad samordning" på marknaden. Det är för att minska den osäkerheten och så långt möjligt finna en produktionsplan som lovar vinst som företaget söker information. Men att söka och finna och bearbeta relevant information är kostsamt. Det är därför otänkbart att all osäkerhet skulle kunna elimineras ur systemet.

En viktig egenskap hos ett system med decentraliserad samordning är att det skapar starka incitament för företagen att söka information om framtiden. Än viktigare är att det sannolikt är bara i ett sådant system, som den relevanta informationen – på grund av dess fragmentariska natur – kan hanteras effektivt.¹ I ett system med centraliserad samordning ("planushållning") skulle transportförlusterna vad gäller informationen kunna bli betydande.²

På detta sätt representerar den decentraliserade marknadsekonomin en avvägning mellan å ena sidan önskemålet att så mycket relevant information som möjligt skall ingå i företagens planeringsunderlag och å andra sidan det ofrånkomliga inslaget av osäkerhet (och risktagande) i systemet. Den centraliserade planekonomin representerar en annan avvägning. Här har man gjort det till en huvudsak att minska osäkerheten genom att för tämligen långa perioder fastställa produktionsplaner för hela ekonomin. Men samtidigt har informationsproblemet helt ändrat karaktär. Eftersom den centrala planmyndigheten själv behärskar de olika marknaderna är det ju den som själv bestämmer vad som är relevant information.

1.2 Aktiens funktioner

Aktien som en form av kapitalassociation mellan enskilda personer i produktivt samarbete tillskapades ursprungligen för att göra det möjligt för enskilda personer att starta och driva företag utan att riskera att förlora mer än det som satsats i ett visst andelsbevis. Som ett slags motvikt mot den begränsade personliga finansiella ansvarigheten har aktieägarna tvingats reservera vinstmedel i viss utsträckning (reservfond etc.). Möjligheterna till vinsthemtagningar har också begränsats genom beskattning.

En huvudfunktion hos aktien är alltså att – i ett samhälle med decentraliserade resursfördelningsbeslut – se till att riskkapital kanaliseras dels till nya företagsbildningar, dels till redan existerande företag. Vi kallar denna funktion aktiens *kapitalförsörjningsfunktion*; i de fall där kapitalförsörjningen gäller nybildning av företag kan vi tala om en *företagsbildarfunktion* hos aktien.

En aktie innehåller först och främst en rätt för aktieägaren att få avkastning på sitt kapital i form av utdelningar. För att övervaka sina rättigheter har aktieägaren också rätt att rösta på bolagsstämman för den politik han anser att företaget bör föra. Värdet – för aktieägaren – av en aktie bestäms av det diskonterade nuvärdet av alla förutsedda framtida utdelningar. Utdelningspotentialen kan i sin tur antas bero starkt av företagets förväntade vinstutveckling. Men den förväntade vinstutvecklingen är samtidigt – åtminstone så länge priserna på de marknader där företaget uppträder hyggligt speglar de samhällsekonomiska kostnaderna för olika

¹ Decentraliseringen av beslutsfattandet innebär ju att det räcker att beslutsfattarna har "lokal" kunskap.

² Det gäller ju här att samla in all lokal information och tolka den centralt så att en global plan kan utformas.

produktionsalternativ – en grov indikation på hur företaget kan komma att bidra till samhällets välfärd i framtiden: ju större den förväntade vinsten, desto större det framtida bidraget till välfärden. Samtidigt gäller att ju större den förväntade vinsten är – och därmed den förväntade utdelningen – desto högre blir aktiens värde. En ökning i aktiens värde kan därför sägas vara en *signal* att företagets förväntade framtida bidrag till samhällsproduktionen ökat. När aktievärdet stiger kan företaget lättare locka till sig nytt eget kapital genom nyemission av aktier. När det egna kapitalet växer ökar soliditeten och därmed möjligheterna att tillföra företaget också mer lånekapital. Ju bättre företagets framtid ter sig – enligt dem som är intresserade av att köpa eller sälja aktier – desto bättre blir alltså företagets finansieringsmöjligheter inför en eventuell expansion.

Omvänt blir det svårare för ett företag att locka till sig nytt riskkapital när aktievärdet sjunker. Då blir det svårare att förbättra soliditeten genom nyteckningar av aktier. Ju sämre företagets framtid ter sig desto sämre blir också företagets finansieringsmöjligheter.

Fundamentalt för denna *signalfunktion* hos aktien är "aktiekontraktets residuella karaktär", dvs. det förhållandet att vad som skall stå till förfogande för utdelning (ur den osäkra vinsten) bestämts *först när alla parter med fixa kontrakt med företaget fått sitt* (Ståhl, 1976, s. 66 f.). Det gör aktien eller aktievärdet till den mest känsliga registratorn av förändringar i framtidsförväntningarna. Ju fler personer som deltar i denna löpande bedömning av företagets verksamhet och framtidsutsikter desto bättre. För aktiens signalfunktion är det viktigt att så mycket relevant *information* som möjligt om framtiden för de olika företagen tas in i bedömningarna. Aktiemarknaden bör därför vara öppen för alla.

Att köpa och sälja aktier i ett företag är alltså ett sätt för dem som uppträder på aktiemarknaden att markera förtroende för resp. misstroende mot företagsledningens förmåga eller branschens framtidsmöjligheter i stort. I en situation, där misstron överväger och aktievärdet sjunker, kommer potentiella finansörer sannolikt att bli allt mindre intresserade av att bidra med kapital. En sådan situation fungerar också som en signal till företagsledningen att ompröva sin politik. Genom sin rätt att agera för sådana förändringar på *bolagsstämman* – och i styrelsen – kan aktieägarna själva *driva på* företagsledningen. Vi kallar denna funktion hos aktieägandet *monitorfunktionen* (efter Alchian-Demsetz, 1972). Denna funktion kan ses som en komplettering till aktiernas signalfunktion.

Man delar ibland upp aktiemarknaden i två delar, nyemissionsmarknaden och (den "vanliga") andrahandsmarknaden. Sambandet mellan de båda torde vara uppenbart. Kapitalförsörjningsfunktionen sköts huvudsakligen på nyemissionsmarknaden, medan andrahandsmarknaden spelar huvudrollen vad gäller signalfunktionen; men det är signalerna som är bestämmande för kapitalförsörjningen.

Aktiernas tredje funktion kan kallas *kapitalplaceringsfunktionen*. Den hänger nära samman med kapitalförsörjningsfunktionen, men måste ändå ges en egen rubrik. I princip hade det varit möjligt att åstadkomma kapitalförsörjning via aktier genom att centralt bestämma någon regel efter vilken *alla* medborgare måste ta ett ansvar som aktieägare. Men så har inte skett. I stället har en ordning skapats, där aktier fungerat som en *frivillig*

kapitalplaceringsform: fysiska och juridiska personer har utifrån sina olika önskemål beträffande avvägningen mellan risktagande och förväntad avkastning på egen hand beslutat om aktieplaceringar. Med systemet med aktier har samhällsekonomin "sugit upp" den vilja till riskfyllda kapitalplaceringar som finns, och kanaliserat den till produktiva verksamheter. Aktiernas kapitalplaceringsfunktion är just att se till att placeringsönskemålen hos de mer riskbenägna placerarna så långt möjligt fångas upp.

1.3 En modellaktiemarknad

Utgångspunkten för detta avsnitt är följande: antag att vi hade full frihet att utforma de regler och institutioner som gällde aktier och aktiemarknad; vilka regler och institutioner borde vi då välja för att aktier och aktiemarknad så långt möjligt skulle kunna fullgöra sina tre funktioner – kapitalförsörjningsfunktionen, signal- och monitorfunktionen och kapitalplaceringsfunktionen? Syftet är att belysa de principiella grundproblemen. I ett följande avsnitt diskuteras dessa kritiskt mot bakgrund av den aktuella situationen på den svenska aktiemarknaden.

Kapitalförsörjningsfunktionen. En aktie är i princip en vara bland andra, som omsätts på marknader. Och som för andra varor bestäms dess (långsiktiga) värde i hög grad av vilka utnyttjandemöjligheter eller rättigheter som åtföljer dem. En aktie innefattar enkelt uttryckt en rättighet att (1) erhålla en (oviss) utdelning, (2) på bolagsstämman (med ovisst resultat) agera för en viss företagspolitik etc. samt (3) på marknaden (till ett ovisst pris) sälja rättigheterna (1) och (2). För att människor skall vara intresserade av att köpa och behålla aktier i ett företag – och därmed säkra kapitalförsörjningsfunktionen – måste deras marknadsvärde (eller kurs) vara sådant att den förväntade avkastningen (dvs. utdelning plus/minus kursförändringen) motsvarar dels den gängse riskfria räntan på den allmänna kapitalmarknaden, dels en premie för det risktagande det innebär att ha kapitalet i just detta företag. Detta risktagande – eller, bättre, riskbärande – är intimt beroende av aktiens rättighetsinnehåll vad gäller t. ex. möjligheterna att agera på bolagsstämman. Om det reella rättighetsinnehållet skulle minska till följd av exempelvis en utvidgad arbetsrättslagstiftning som begränsade ägarens möjligheter att påverka skeendet under (2) borde detta vara liktydigt med ett ökat riskbärande för hans del. I den mån detta inte kompenseras av en högre risksättning, skulle detta tendera att leda till avyttringar av aktier och därmed till en minskning i deras (långsiktiga) värde. På motsvarande sätt kan en icke-kompenserad ökning i ovissheten vad gäller utdelningen till följd av exempelvis snabbare och mer svårförutsebara internationella konjunkturväxlingar väntas leda till sänkta (långsiktiga) aktievärden.

Om nu aktiernas rättighetsinnehåll under en följd av år krympte och/eller den osäkerhet som är förknippad med rättighetsutövandet ökade skulle detta inte leda till att aktiemarknaden upphörde att fungera. Det skulle förmodligen finnas intresserade på marknaden även vid de lägre aktievärden som då skulle gälla, framför allt mer riskbenägna placerare.¹ Men för många mindre riskbenägna placerare skulle aktier då te sig som ett mindre lockande placeringsalternativ.

¹ I princip skulle man kunna tänka sig att somliga var villiga att placera pengar i aktier också om hela rättighetsinnehållet – med undantag för rätten att få en (oviss) utdelning – eliminerats. Men då skulle aktier närmast anta karaktären av lottsedlar.

För företagen skulle de lägre aktievärdena innebära ökade kostnader för finansiering genom nyemission. Med dyrare riskkapital skulle det bli svårare att höja soliditeten och därmed också att dra in lånekapital till företaget. Exakt hur det rättighetsinnehåll och/eller den ovisshet ser ut, vid vilken kapitalförsörjningsfunktionen hos aktier kan komma att hotas på detta sätt är omöjligt att säga. Vi har här endast velat peka på det fundamentala samband som finns mellan å ena sidan aktiers rättighets- och riskinnehåll och å den andra möjligheten att upprätthålla en decentraliserad kapitalmarknad (aktiemarknad). Samma samband gäller i princip försörjningen av nya företag med riskkapital (*företagsbildarfunktionen*): ju mindre handlingsfrihet och ju större osäkerhet aktieägandet innebär desto mindre lockande ter det sig sannolikt att vara med och starta nya företag.

Slutsats: En decentraliserad kapitalförsörjning av företagen via aktier förutsätter ett visst rättighetsinnehåll hos aktier och (förmodligen) en rimlig grad av osäkerhet och riskbärande i det ekonomiska systemet. Hur ett *minimalt* rättighetsinnehåll kan se ut – med hänsyn till önskemålet att bevara en decentraliserad kapitalmarknad – kan inte preciseras här. Än svårare ter det sig att ange något slags *optimalt* rättighetsinnehåll – med hänsyn till olika mål som kan uppställas (nyföretagande-, investeringsutveckling etc.); vilka rättigheter som skall sammankopplas med just aktier beror ju i så hög grad av hur olika rättigheter fördelar sig på olika parter i företaget, t. ex. anställda, konsumenter, det offentliga. En viktig restriktion på valet av rättighetsinnehåll i aktier i en liten öppen ekonomi som den svenska är risken att svenskt riskkapital – och utländskt – kommer att försörja utländska snarare än svenska företag om rättighetsinnehållet i svenska aktier blir alltför snävt avgränsat.

Signal- och monitorfunktionen. Med aktiernas signalfunktion åsyftas alltså förhållandet, att eftersom aktievärdena på marknaden bestäms av företagets förväntade utdelningsutveckling (och vinstutveckling) så kan förändringar i aktievärdena tolkas som signaler om förändringar i företagets framtidsutsikter; försämras framtidsutsikterna sjunker aktievärdena och vice versa. Dessa signaler kan sedan utnyttjas av aktieägare, banker och andra långgivare, anställda, det offentliga m. fl. i deras agerande.

För att aktierna skall kunna fylla sin signalfunktion väl är det viktigt, för det *första*, att så mycket information som möjligt matas in i aktievärdena via aktiemarknaden, för det *andra*, att den informationen kommer till uttryck i aktievärdena på ett rättvisande sätt samt, för det *tredje*, att förändringar i aktievärdena föranleder ingripanden av framför allt aktieägarna i företagens verksamhet (monitorfunktionen). Bakom dessa förutsättningar finns det grundläggande antagandet att alla som uppträder på aktiemarknaden inriktar sina placeringar på att få största möjliga avkastning. Under förutsättning att marknadspriserna ger en rimlig bild av de samhällsekonomiska kostnaderna för olika produktionsalternativ ger denna placeringsinriktning störst bidrag till samhällsproduktionen. Vad gäller det första kravet är det viktigt att *så många människor och organisationer som möjlig* är med på aktiemarknaden med sina olika kunskaper. Men aktieintressenternas vetande om hur marknadsförutsättningarna m. m. för olika företag kan komma att utvecklas är bara ena sidan i deras bedömning. Det andra utgörs av den information om sin egen utveckling och framtid som företaget självt

består med. Här är det viktigt att resultatredovisningen sker så öppet och överskådligt och ärligt som det över huvud taget är möjligt med hänsyn till risken för konkurrenternas insyn. Den samlade bedömningen av aktievärdet måste grunda sig på uppfattningar både om företagsledningens/företagets förmåga och marknadens möjligheter.

För att det skall vara möjligt för dem som vill vara med på aktiemarknaden att få någon precision i bedömningen av företagets framtidsutsikter tänker vi oss här att de företag som uppträder på vår modellaktiemarknad endast tillverkar *någon eller några väldefinierade produkter*. Då blir företagets resultat och marknadens möjligheter mer "genomskinliga".

När det är fråga om att starta *nya* företag ställs placerarna på särskilda prov. Hur skall man bedöma ett företag utan historia och med en oviss framtid? Här kan aktiens riskinnehåll anses så stort att det bara är företagets grundare – med sin specifika kunskap om företagets potentiella möjligheter – som vågar bli aktieägare, eller som i varje fall måste gå före andra placerare. Men företagaren kan minska risken för andra genom att öka informationen till potentiella aktieägare och/eller ge dem rätt till inflytande över företagets verksamhet. Kanske måste grundaren räkna med att själv söka upp nya intressenter om gamla skulle falla ifrån. Den decentraliserade aktiemarknaden fungerar som ett slags informationsfilter för nya projekt. Signalfunktionen griper in också i fråga om företagsbildningen.

För att den information som på detta sätt matas in i aktiemarknaden skall komma till uttryck i aktievärdena på ett rättvisande sätt är det nödvändigt att ingen kan manipulera med aktievärdena. Det är nationalekonomins klassiska fall med *perfekt konkurrens*: ingen som uppträder på en marknad skall med *egna* åtgärder kunna påverka marknadspriset! Aktievärdet (aktiekursen) bör uppfattas som utifrån givet och opåverkligt, annars är det risk att enstaka personers uppfattningar om dess rimlighet spelar en alltför stor roll för kursbildningen. Det är ju inte säkert att *en* "storhandlare", som köper eller säljer aktier i ett visst företag har den bästa informationen om företagets utvecklingsmöjligheter. Den syn på aktiemarknaden som kan härledas ur den klassiska marknadsformeln kan kallas *atomistisk*. Aktiemarknaden tänkes befolkad av en stor mängd köpare och säljare, som var och en uppfattar aktiekurserna som givna. Frågan är nu om kravet på atomistisk *konkurrens* på aktiemarknaden lägger några särskilda restriktioner på *innehaven* av aktier. Det låter sig visserligen säga att den som innehar – eller planerar att skaffa sig ett innehav på – säg, 4–5 % av aktiestocken i ett företag kommer att utgå från den rådande aktiekursen på marknaden när de överväger att sälja resp. köpa aktier. För att inte pressa resp. driva upp kursen kan man vilja dela upp en sådan affär i flera mindre bitar, vilket kan synas tillgodose kravet på "litenhet på marknaden". Ändå kan det knappast förnekas att redan själva beslutet hos en så stor aktieägare att sälja – eller att inte sälja – kommer att påverka aktiens värde på marknaden på litet längre sikt. Och det är i det tidsperspektivet aktierna har sin signalfunktion.

Det antas här att ingen aktieägare äger mer än högst någon eller ett par procent av aktiestocken i ett företag på denna modellaktiemarknad. Ingen enda aktieägares uppfattning om företagets utvecklingsmöjligheter kommer därmed att dominera på marknaden.

Ett problem i det sammanhanget kan vara att ett ömsesidigt beroende eller

interdependens råder mellan flera av aktieägarna så att de uppträder gemensamt på bolagsstämman och i sina köp- och säljbeslut. Det antas här att någon sådan *interdependens* inte föreligger; alla aktieägare agerar självständigt för att maximera sin egen avkastning på aktieinnehavet.

Om nu information matats in i aktievärdena och kursbildningen skett under de förutsättningar som i övrigt angivits ovan så borde aktiekurserna och deras förändringar utgöra ett värdefullt informationsunderlag för företagets olika parter. Här koncentreras intresset till aktieägarnas agerande, närmare bestämt till om och hur de i problemsituationer kan tänkas utnyttja sin rätt att ingripa i företagets verksamhet genom att på bolagsstämman (och i styrelsen) utöva sin '*monitorfunktion*' (tillsätta ny VD, föreslå en investeringspolitik etc.)

En förutsättning för att någon av aktieägarna skall *kunna* agera är att han har en uppfattning om vad som kan ligga bakom den vikande kursutvecklingen, om hur problemen skall kunna avhjälpas och att han har en tro att det verkligen går att rätta till situationen. En förutsättning för att någon skall *vilja* agera är att det värdetillskott han kan påräkna i form av högre aktievärden längre fram mer än kompenserar hans mödor med att formulera ett handlingsalternativ för företaget och att vinna stöd för detta bland så många övriga aktieägare att det kan "vinna" på stämman. Sannolikheten att denna kombination av förutsättningar skall vara för handen är mindre i en värld med många små aktieägare (som i vår modellaktiemarknad) än i en, där det också finns stora ägarintressen. Det beror bl. a. på att en stor aktieägare inte på samma sätt som en liten behöver bilda koalition med andra för att driva sin sak på stämman, vilket kostar; dessutom kan en sådan stor aktieägare på ett enklare sätt relatera sina eventuella insatser på bolagsstämman till framtida värdetillskott än en liten aktieägare, som ju måste räkna med att dela med sig av eventuella vinster av sitt agerande med alla övriga aktieägare.¹

Slutsats: För att aktierna skall kunna fylla sin signalfunktion bör de kunna köpas och säljas av en vid krets av välinformerade intressenter så att aktierna matas med så mycket information som möjligt. För att aktiekurserna skall bli pålitliga bör de bildas på en marknad, där köpare och säljare betraktar aktiekursen som utifrån given och opåverkbar genom egna åtgärder. För att aktieägarna skall reagera aktivt på kursförändringar måste de dels ha kunskap, dels ha ekonomiskt incitament att agera på bolagsstämman (monitorfunktionen). Det kan motivera att man modifierar det krav att aktieinnehaven skall vara små som signalfunktionen ställer.

För att vara förenlig med denna modellaktiemarknad skulle ett tänkt "*modellfondsystem*" behöva arbeta utifrån en regel att inte störa aktiemarknaden med stora köp och försäljningar. Det ställer i och för sig inga krav på att löntagarkapitalet skall förvaltas i flera fonder snarare än i en. Men det är klart att det kan bli svårt att ge mening åt en sådan regel i en värld, där en enda fond äger en stor del av den svenska aktiestocken. Hur skall man kunna uppträda "oberoende" på en marknad om det är man själv som i stor utsträckning bestämmer priset på marknaden (genom att man kontrollerar utbudet)? Ur detta kan vi härleda ett krav på många, inbördes oberoende fondförvaltningar.

Kapitalplaceringsfunktionen. Med kapitalplaceringsfunktionen menas,

¹ Vi kan tala om ett slags spänning mellan det krav på aktieinnehavens storlek, som man kan vilja ställa utifrån kravet på effektivitet i signalfunktionen (*små* innehav) och det krav, som man kan vilja ställa på aktieägarnas monitorfunktion, vilken troligen förstärks med *större* aktieinnehav.

som redan nämnts, aktiers uppgift att stå till tjänst som ett placeringsalternativ bland andra för människor eller organisationer med (riskvilligt) kapital att placera. Hur effektivt aktierna sköter denna funktion beror på hur nära de placeringsvillkor aktierna erbjuder – i termer av förväntad avkastning och risk – stämmer överens med de placeringsönskemål placerarna har.

Hur dessa placeringsönskemål faktiskt ser ut är inte lätt att veta. De beror på inkomstfördelningen, förmögenhetsfördelningen, riskattityder, skattelagstiftning m. m. Men oavsett hur de ser ut bör aktiemarknaden – och egentligen hela kapitalmarknaden – erbjuda passande placeringsalternativ. Man kan tänka sig en skala av placeringsalternativ, från relativt riskabla placeringar med hög avkastning i unga företag till relativt säkra placeringar med låg avkastning i etablerade, stora företag. Än fler "sorter" av aktier kan åstadkommas genom att man kombinerar aktier i olika företag till en ny aktie i s. k. investmentbolag.

Aktiernas kapitalplaceringsfunktion hänger samman med deras kapitalförsörjningsfunktion bl. a. via kravet att aktiens rättighetsinnehåll inte kan snävas in hur mycket som helst utan risk för att aktier blir ointressanta som placeringsobjekt – och därmed omöjliga som riskkapitalförsörjare. Kapitalplaceringsfunktionen hänger också samman med signalfunktionen bl. a. via kravet på information om företagets utveckling: ju bättre informerade placerarna är om företagets ekonomiska ställning etc. desto större kan precisionen bli när placerarna väljer aktier med hänsyn till förväntad avkastning och risk. Idealt borde det tänkbara utfallet av varje klart observerbar produktiv verksamhet registreras i ett aktievärde, så att alla kombinationer av förväntad avkastning och risk blev förtecknade. Det antas också att så är fallet på vår modellaktiemarknad.

Slutsats: Kapitalplaceringsfunktionen ställer inga specifika krav på ett tänkt modellfondsystem. Utifrån sina huvudmäns preferenser beträffande avkastning och risk gör fondförvaltarna sina placeringar.

1.4 Modellaktiemarknaden, verkligheten och fondsystemet

I detta avsnitt tas modellaktiemarknaden upp till kritisk granskning mot bakgrunden av förhållandena på den svenska aktie- och kapitalmarknaden. Det ger oss anledning att diskutera framför allt signalfunktionen hos aktier.

Hur skiljer sig aktiemarknaden i verkligheten – och med aktiemarknaden menas då hela kretsen av aktuella och potentiella innehavare av aktier – från modellaktiemarknaden? Finns det anledning tro att aktiernas signalfunktion – inkl. monitorfunktionen – fungerar sämre i verkligheten än på modellmarknaden? Ger verklighetens aktiemarknad upphov till några *andra* problem, som innebär restriktioner för hur aktiemarknaden "får" se ut? Kan aktiemarknadens nuvarande signalfunktion (inkl. monitorfunktionen) förbättras genom institutionella förändringar? Kan ett tänkt fondsystem utnyttjas i detta syfte? Hur bör fondsystemet – placeringspolitik och förvaltningsformer – i så fall gestalta sig?

1.4.1 *Kapitalförsörjningsfunktionen*

På modellaktiemarknaden angavs det som en fundamental institutionell restriktion, att rättighetsinnehållet i aktier inte på politisk väg fick snävas in alltför långt. Då kunde aktier bli ointressant som placeringsform i stor skala och förutsättningarna för en decentraliserad aktiemarknad (och kapitalmarknad?) elimineras.

Men aktiernas kapitalförsörjningsfunktion kan också hotas – vid ett givet rättighetsinnehåll och given risknivå – om den förväntade avkastningen sjunker. Den beror i sin tur på ett komplicerat sätt av hur företagets framtida vinstchanser bedöms på aktiemarknaden. De chanserna beror inte bara av hur efterfrågan på företagets produkter kan komma att utvecklas, utan också av vilka finansiella förutsättningar företaget har att utnyttja en förutsedd, fördelaktig marknadssituation med hjälp av nyinvesteringar. Om t. ex. företagets soliditet¹ är svag kan det bli svårt – och i varje fall dyrt – att engagera nytt kapital i företaget – både riskkapital (aktiekapital) och lånekapital. Att soliditeten är svag betyder också att företaget kan få problem att uppehålla utdelningsnivån och att eventuella framtida vinster kan behöva användas till att konsolidera företaget snarare än till utdelningshöjningar. Blir soliditeten i ett företag mycket svag kan det bli omöjligt att locka det nya kapital till företaget som skulle kunna förbättra soliditeten och företaget kan tvingas upphöra. För att aktier skall kunna fylla sin kapitalförsörjningsfunktion krävs alltså ett visst minimum av soliditet i företaget.

Mot den bakgrunden är det intressant att konstatera att soliditeten i den svenska industrin sedan länge varit i avtagande. ”En jämförelse av industriföretagens finansiella ställning vid början och slutet av 60-talet visar att relationen mellan eget kapital och de totala skulderna sjönk från 36 till 21 procent för företag med 50–499 anställda. För företag med över 500 anställda förändrades relationen från 45 till 32 procent. . . . Även om försiktighet är tillrådlig vid jämförelser av finansieringsstrukturen under enskilda år, så tillfälliga fluktuationer kan förrycka bilden, torde den allmänna slutsatsen ändå kunna dras att industrins soliditet sjunkit under 60-talet såväl vad gäller mindre och medelstora som större företag.” (Kapitalmarknadsutredningen SOU 1972:63, s. 58–9). Tendensen har varit likartad under 1970-talet: den ”synliga” soliditeten² i börsföretagen³ har kontinuerligt sjunkit från 34,1 procent 1970 till 25,4 procent 1976 (Skand. Ensk. Banken Kvartalsskrift 3–4/1977, s. 109) och den svaga soliditeten tycks ha bestått fram till 1979 – och senare (Långtidsutredningen, LU 80, s. 430).

Man kan ha olika uppfattningar om orsakerna till den inträffade soliditetsförsämringen: man kan anse att det är löntagarorganisationernas ökade styrka som har pressat vinstmarginalerna eller att utlandets efterfrågan på svenska produkter under en rad år utvecklats ogynnsamt eller att den internationella konjunkturen varit ovanligt långvarigt svag eller att den sjunkande soliditeten egentligen inte är vad den ser ut att vara utan bara är ett uttryck för hur företagen anpassat sin finansieringsstruktur till den värdestegring på deras tillgångar som föranleds av inflationen. En annan uppfattning kan vara att det är den vikande tillgången på riskvilligt kapital, som förorsakat den sjunkande soliditeten. ”En förskjutning av sparandefördelningen i samhället mot en ökad andel kollektivt sparande kan generell

¹ Soliditeten är relationen mellan företagets egna kapital och dess totala skulder.

² ”Synlig” soliditet definieras som kvoten mellan redovisat eget kapital – ökat med 50 % av obeskattade reserver – och balansomslutningen.

³ Alla företag med över 500 anställda är inte börsföretag, varför siffrorna här för 1970-talet inte är direkt jämförbara med dem för 1960-talet (även skillnad i def. av soliditet). Men *tendensen* i materialet är tydlig.

sett antas innebära att basen för tillförsel av riskvilligt kapital krymper. I den mån den ökade andelen kollektivt sparande skett på bekostnad av sparandet i företagssektorn är detta mest uppenbart då det senare torde kunna karakteriseras som i det närmaste fullt ut riskvilligt kapital. . . . Den sjunkande självfinansieringsgraden för såväl industrin som hela näringslivet under 1960-talet har endast i ringa utsträckning kompensrats med tillskott av externt riskvilligt ägarkapital." (SOU 1972:63, s. 61–62).

Vilka ekonomisk-politiska medel man vill anvisa för att höja soliditetsnivån i företagen beror av vilken förklaringarna man tror på. Om man tror att huvudförklaringen är den minskande tillgången på riskvilligt kapital blir det intressant att studera medel, som ökar tillgången på sådant kapital. Det är här *löntagarfonder* skulle kunna komma in i bilden.¹ Eftersom placeringen av dessa kapitalfonder från början tänkes avgränsad till aktier, dvs. den mest riskbetonade placeringsformen, skulle det bli fråga om ett synnerligen stort bidrag till företagets soliditet – och därmed till aktiernas kapitalförsörjningsfunktion. Det förhållandet att soliditeten i företagen i utgångsläget är så låg innebär att risken för att fondplaceringarna i motsvarande mån ökar; det motiverar att fondplaceringarna ställer högre krav på avkastning, vilket i sin tur kan göra företagen mindre intresserade (vid nyemission – i övrigt kan ju fonderna placeras på den vanliga "andrahandsmarknaden").

Antag att man bestämde sig för att finansiera uppbyggnaden av ett löntagarkapital med en kombination av vinstandel (övervinstandel) och lönebaserade avgifter och att kapitalet enbart skulle placeras i aktier. Det skulle innebära att man "öronmärkte" några procent (bestående av, förslagsvis, en rörlig övervinstandel och en mindre, rörlig löneandel) av företagets förädlingsvärde till att som riskvilligt kapital kanaliseras tillbaka till produktionsverksamhet. Antag vidare att den lönebaserade avgiften utgjorde någon procent på lönesumman; för 1980, då lönesumman i Sverige motsvarade ca 250 miljarder, skulle fondavsättningen av riskvilligt kapital vid 1 procent ha utgjort 2,5 miljarder, att jämföras med en årlig nyemissionsvolym på knappt 1 miljard i genomsnitt år 1979–1981.

Jämför man i stället siffran 2,5 miljarder med det totala bruttosparandet, som 1980 utgjorde ca 85 miljarder, kan det förefalla som om fondavsättningen skulle komma att innebära ett tämligen obetydligt tillskott till kapitalbildningen. Men det vore ett missvisande sätt att se saken. Just genom sin karaktär av riskkapital injiceras ju fondmedlen på strategiska områden i det ekonomiska systemet. Fondmedlen kan underlätta för företagen att höja sin soliditet, vilket i sin tur skapar bättre förutsättningar för expansion – och kapitalbildning.

En intressant egenskap hos en uppbyggnad av riskkapital enligt dessa regler är att en del (huvuddelen?) av avsättningen görs proportionell mot lönesumman. Ju snabbare löneutvecklingen, desto större fondavsättningen och desto större ökningen i tillgången på riskkapital (ur denna källa).

¹ Kapitalfonder kan naturligtvis vara intressanta också om orsaken är en annan än minskande inhemsk tillgång på riskvilligt kapital, t. ex. en ogynnsam, långsiktig internationell efterfrågeutveckling på svenska produkter. Vi har endast velat understryka, att det inte är självklart att det "bästa" sättet att höja soliditeten i företagen är att bilda och placera kapitalfonder. – Utgångspunkten för denna rapport är ju att vissa kapitalfonder redan har bildats.

Eftersom löneutvecklingen varierar mycket mindre än vinstutvecklingen, som nu spelar huvudrollen för företagens försörjning med riskkapital, borde en fondavsättning enligt dessa regler kunna få också en *stabiliserande* inverkan på nytillskottet av riskkapital. Även om företagens vinster något år raderades ut till följd av ogynnsamma internationella konjunkturer skulle – via dessa fondavsättningar – en bottenplatta av riskkapital alltid finnas. I vilken utsträckning denna ökade stabilitet eller jämnhet i försörjningen med riskkapital skulle komma *varje* företag till del resp. via fondstyrelsen satsas i företag med särskilt goda framtidsutsikter är av stor betydelse för *allokerings*effekterna av fondsystemet. Utgångspunkten för denna uppsats är att fondmedlen uppsamlats centralt; den placeringspolitik, som karakteriserade modellaktiemarknaden, innebär en strävan efter högsta möjliga avkastning utan hänsyn till om alla företag fick del av placeringarna. Med en sådan ordning blir det svårt för det individuella företaget att i förväg bedöma vilka tillskott av riskkapital det kan räkna med. Helt annorlunda skulle företaget troligen agera om fondavsättningen i förväg knöts till det individuella företaget.

Fondavsättningar ur vinst och lönesumma, specialdestinerade till aktieplaceringar, skulle alltså kunna stärka aktiernas kapitalförsörjningsfunktion. Men vilka möjligheter skulle nya och unga företag ha att hävda sig i konkurrensen om fondmedlen? Aktiernas *företagsbildar*funktion är ju förbunden med särskilda risker, som en fondstyrelse kan vara ovillig att ta när säkrare placeringsalternativ erbjuds bland redan etablerade företag på andrahandsmarknaden eller nyemissionsmarknaden. Här finns utan tvivel ett problem. Vi utgår emellertid tills vidare från att fondmedlen placeras utifrån önskemålet om högsta möjliga avkastning och att riskprovningen inför satsningar i nya och gamla företag sker förutsättningslöst.

1.4.2 *Signalfunktionen*

På modellaktiemarknaden ovan tänktes världen bestå av ett stort antal företag, som vart och ett tillverkade endast ett fåtal väldefinierade produkter; det var därför lätt för de många aktieägarna att tolka den information om lönsamhetsutveckling och framtidsutsikter som företaget gav ifrån sig och ställa dem mot egna tolkningar och bedömningar; det förutsattes att företagets information var så fyllig och "objektiv" som man kunde begära.

Det förutsattes vidare att ingen aktieägare hade ett så stort innehav av aktier i ett företag att han med egna åtgärder kunde påverka aktievärdet på marknaden; detta uppfattades som givet av dem som uppträdde på marknaden; förutsättningen om aktieägarnas litenhet omöjliggjorde att någon enda aktieägars uppfattning om företagets framtid kom att dominera. Inte heller förekom någon interdependens mellan individuella aktieägare.

På denna atomistiska aktiemarknad tänktes aktievärdet fungera som en perfekt registrator av företagets långsiktiga utvecklingsmöjligheter och via nyemissionsmarknaden vägleda samhällets allokering av riskvilligt kapital på bästa sätt. Denna signalfunktion kompletterades med en s. k. monitorfunktion, dvs. med en möjlighet för aktieägarna att – särskilt vid problem i

företaget – via bolagsstämma och styrelse ingripa till förmån för en annan företagspolitik (byta ut VD etc.).

Det är förändringar i tron på företagens *långsiktiga* utvecklingsmöjligheter som signaleras av förändringar i aktievärdena. Dessa förändringar kan naturligtvis inte avläsas i aktiemarknadens reaktioner från dag till dag; där kan ju slumpmässiga anhopningar av 'optimister' (som tror att aktien är undervärderad) och 'pessimister' avlösa varandra. Men över en längre period (halvår, år) bör det småningom visa sig om optimisterna eller pessimisterna är i flertal¹.

Det är under förutsättning att aktiemarknaden verkligen fyller denna signalfunktion som även fondsystemets placeringspolitik bör inriktas på största möjliga avkastning och i övrigt utformas så att den blir konform med modellaktiemarknaden. Men om den svenska aktie- och kapitalmarknaden *inte* fyller signalfunktionen väl ter det sig angeläget att försöka utforma fondsystemet så att signalfunktionen förbättras.

För att kunna bedöma hur väl aktiemarknaden fyller sin signalfunktion behöver man en norm. En sådan är dock knappast möjlig att konstruera utifrån rent teoretiska överväganden. Betraktar vi i stället den ekonomiska utvecklingen i Sverige under 1900-talet vill det synas som om det ekonomiska systemet² lyckats relativt väl med att allokera kapital till "framtidsbranscher"; internationellt sett är produktionen per anställd i dag mycket hög i Sverige. Samtidigt kan man fråga sig om det inte med en effektivare signalfunktion borde ha varit möjligt att undvika den överkapacitet och de vikande konkurrensfördelar som nu kännetecknar flera branscher³.

Den svenska aktiemarknaden. I avsaknad av en regelrätt norm för signalfunktionen övergår vi nu till att jämföra den institutionella ramen från modellaktiemarknaden med dagens svenska verklighet vad gäller aktiemarknaden. Liksom tidigare tänkes aktiemarknaden innefatta inte bara själva transaktionerna utan hela den potentiella kretsen av köpare och säljare av aktieandelsbevis i företag, *vare sig de noteras på en aktiebörs eller ej*. I diskussionen kring företagens kapitalförsörjningsproblem tenderar man ibland att glömma bort de många företag, vilkas aktier inte noteras på någon aktiebörs: SAF hade 1977 32 849 företag med mindre än 500 anställda, vilka tillsammans hade över 655 000 anställda.

Den första grundläggande iakttagelse vi kan göra vid en jämförelse av modellaktiemarknaden och den svenska aktiemarknaden är att modellmarknadens atomistiska struktur endast delvis har en motsvarighet i verkligheten. Det totala antalet aktieägare är visserligen så stort (500 000–700 000) att förutsättningar borde ha funnits för en atomistisk ägarstruktur – om bara aktieägandet hade varit någorlunda jämnt fördelat på personer och dessa personliga aktieinnehav någorlunda jämnt fördelade på flera olika företag.

Men så är det inte. "1,5 % av samtliga privata aktieägare äger så mycket som 34 % av alla aktier i privat ägo" (Kollektiv kapitalbildning genom löntagarfonder, 1976, s. 37); aktier ägda av fysiska personer, motsvarar dock endast inemot hälften av det totala aktiekapitlet. Den andra hälften ägs av juridiska personer, dvs. investmentbolag, aktiebolag, försäkringsbolag, pensionsstiftelser, familjestiftelser m. m.; dessa ägs i sin tur i stor utsträckning av privatpersoner.

¹ Att aktievärdena tänkes vara en perfekt registrator av förändringarna i företagens långsiktiga utvecklingsmöjligheter betyder naturligtvis inte att det alltid blir som aktievärdena förutsagt, bara att aktievärdena i varje ögonblick representerar bästa möjliga, samlade bedömning av företagens framtidsmöjligheter. Aktiemarknaden är en teknik för informationsbehandling.

² Hur stor del i förklaringen som skall tillskrivas just aktiemarknaden kan man tvista om; tekniskt avancerade innovationer, en gynnsam skattelagstiftning och skicklig kreditbedömning i bankerna kan också hållas fram. Men det är oomtvistligt att aktiemarknaden inneburit en decentraliserad kapitalmarknad, där aktievärdena haft en viktig funktion att "grovsortera" utvecklingsbara och mindre utvecklingsbara företag och branscher.

³ I detta sammanhang kan man undra hur en snabbt växande och föränderlig ekonomisk aktivitet i vår omvärld – inte minst i vissa u-länder – påverkat aktiemarknadens möjligheter att fylla sin signalfunktion.

Av större intresse än ägandefördelningen på personer vid ett studium av aktiernas signalfunktion är emellertid hur *aktieägandet fördelar sig på olika företag*, dvs. vilken grad av koncentration ägandet förete till någon eller några få ägare eller ägargrupper eller ägarintressen. Det visar sig att koncentrationen av ägandet i den svenska industrin är hög, vilket är omvittnat i flera sammanhang (Koncentrationsutredningen 1968; Ägandet i det privata näringslivet, Sind, 1980). Ett sätt att mäta koncentrationen är att se hur den rösträtt på bolagsstämman, som aktierna ger, fördelar sig på olika aktieägare. Enligt en inom LO genomförd undersökning av ägarmakten i 63 börsbolag hade vid 16 av 54 undersökta bolagsstämmor 1 (en) person röstmajoritet och vid ytterligare 16 kunde 2(två) personer diktera besluten. "Går man så långt som till 3 (tre) dominerande personer, får man inkludera ytterligare 15 bolagsstämmor" (Kollektiv kapitalbildning, a. a., s. 39). Den typiska bilden av ägarstrukturen i de stora företagen är att en liten grupp av aktieägare – både fysiska och (i stigande utsträckning) juridiska personer – innehar mycket stora poster av aktier och att en till antalet stor grupp av aktieägare – huvudsakligen fysiska personer – innehar mycket små aktieposter.

Det inslag av atomistisk ägarstruktur, som den stora gruppen av småaktieägare representerar, förstörs alltså av de stora innehaven av aktier i den lilla gruppen. Dessa förhållanden gäller de börsnoterade företagen, i vilkas aktier det finns en organiserad handel. Går vi till de många – och viktiga – företagen *utanför* börsen så minskar *antalet* aktieägare snabbt; endast ett fåtal av dessa hade 1972 mer än tio (10) aktieägare (Forsgren, 1972). Obenägenheten att ta risker i aktier, som inte noteras på börsen och därför har ett osäkert likviditetsvärde, gör att småaktieägarna i stor utsträckning saknas i denna företagsgrupp; i stället får man en liten grupp av aktieägare, som alla är relativt viktiga ("oligopol").

Ett antal oberoende kapitalfonder. Vi finner alltså att aktieägandet i verkligheten avviker starkt från det i modellen: i börsföretagen är aktieägandet ofta starkt koncentrerat, i företagen utanför börsen är aktieägarna ofta fåtaliga – båda situationer, som riskerar att försämma aktiernas signalfunktion. Ett fondsystem borde kunna utformas så att verkligheten mer kom att likna modellens idealtillstånd. Antag att man bildade ett antal kapitalfonder, som i sin placeringspolitik fungerade oberoende av varandra. Då skulle ägarkoncentrationen i börsföretagen minska – om någon eller några av fonderna gick in där med placeringar; och ägandet i företagen utanför börsen skulle kunna breddas. En restriktion på fondernas placeringspolitik fick vara, att de inte skaffade så stora innehav i något företag, att koncentrationen *ökade* jämfört med den nuvarande situationen.

Informationsaspekten. Om fondsystemet gick in och placerade pengar i aktier på sätt som antytts ovan skulle det bli fråga om en *aktiv* placeringspolitik, dvs. de olika fonderna skulle fortlöpande skaffa information om företagen och deras marknadsförutsättningar etc., självständigt tolka denna och göra de omplaceringar man ansåg motiverade. Det aktualiserar ytterligare en aspekt på verklighetens aktiemarknad jämförd med modellmarknaden, nämligen *informationsaspekten*. I avsnittet om modellmarknaden framhölls hur viktigt det är att "så mycket information som möjligt matas in i aktievärdena via aktiemarknaden". Frågan är nu i vilken utsträckning de

fysiska och juridiska personer, som uppträder på den svenska aktiemarknaden verkligen ägnar sig åt en aktiv placeringspolitik. Därmed menas då inte en placeringspolitik, som går ut på att göra "snabba" vinster genom att köpa och sälja ofta och skickligt, utan snarare en strävan hos aktieinnehavare att aktivt söka sådan information, som kan vara av betydelse för aktievärdets långsiktiga utveckling.

Att det för många små aktieägare finns ringa anledning att vara "informationsaktiv" är rimligt. Men stora aktieinnehav borde motivera större aktivitet. Ändå är det troligen så att det finns betydande aktieposter i många svenska företag, som "ligger stilla" sedan många år, inte därför att det aktuella företaget hela tiden befunnits vara det bästa placeringsalternativet, utan helt enkelt därför att några andra placeringar aldrig övervägts¹. I vilken utsträckning den svenska aktiemarknaden karakteriseras av sådana passiva placerare är obekant – det är över huvud anmärkningsvärt hur litet forskning som åstadkommit om aktiemarknaden i Sverige. Men man kan gissa att det är tillräckligt vanligt för att ett fondsystem med "informationsaktiv" placeringspolitik skulle kunna göra nytta.

Ett viktigt skäl till att aktiernas signalfunktion i verkligheten har sämre förutsättningar än på modellmarknaden är att företagen i verkligheten är så mycket mer *sammansatta* än företagen på modellmarknaden. På den senare, antogs det, tillverkade varje företag någon eller några få väldefinierade produkter (en fabrik/företag)² så att det var möjligt att till rimliga kostnader studera och tolka årsredovisningar och marknadsförutsättningar. I verkligheten finns det många företag, som samtidigt producerar mängder av olika produkter – ibland på helt olika produktområden – som innesluter ett antal (dotter)företag, som i sin tur innefattar företag (och företagsintressen), som i sin tur kan bestå av ett antal fabriker. En kunnig analys av årsredovisningar och marknadsförutsättningar – sammanvägda för alla relevanta produktområden – ter sig svår och kostsam också för erfarna bedömare. Följaktligen får aktierna ett oklart informationsinnehåll i sådana 'konglomerat'. De aktier i dotterföretagen, som – helt eller delvis – ägs av moderbolaget underkastas *ingen* direkt bedömning på marknaden. Vad gäller verksamheten ute i fabriken sker finansieringen ofta direkt ur moderföretagets egna kapital, varför några separata kapitalandelsbevis över huvud *ej* *existerar*.

Mycken produktion är alltså organiserad i former, som försvårar för aktiemarknaden att fylla sin signalfunktion³. Det ställer stora krav på den information, som företagen ger ifrån sig till aktiemarknaden (Forsgårdh-Herzen, Information, förväntningar och aktiekurser, Stockholm 1975). Ett framtida fondsystem kan kanske hjälpa till att förbättra effektiviteten på aktiemarknaden genom att vara med och skärpa de kraven.

Beroendeproblemet. Ännu en aspekt på aktiernas signalfunktion som har beröringspunkter med koncentrationsproblemet är "*beroendeproblemet*". På modellmarknaden förutsattes det att det inte förelåg något beroende eller interdependens mellan olika aktieägare, utan alla agerade självständigt utifrån sin tolkning av företagets situation för att nå största möjliga avkastning på sitt aktieinnehav.

Också på denna punkt ser verkligheten annorlunda ut. Ser vi först till *den rena aktieägandet* så vet vi att det i många av de svenska börsföretagen finns skäl att tala om *ägargrupper* snarare än om individuella ägare; det kan vara

¹ En sådan orörlig placeringspolitik kan naturligtvis vara helt rationell från den enskilda aktieinnehavarens synpunkt ("man har annat att göra" etc.), och kanske också från samhällsekonomisk synpunkt. Ändå måste det vara tillåtet att här diskutera vad som kan göras för att – i ett partiellt perspektiv – få aktiemarknaden att fungera mer effektivt.

² Distinktionen fabrik/företag är viktig: det är i fabriken som människorna – och regionen – får sin bärning, men det är i den finansiella resultatenheten, företaget, som det avgörs hur verksamheten vid fabriken skall drivas.

³ Finns det något samband mellan aktiers egenskaper som signaler och företagsstorlek-företagsstruktur? Finns det något samband mellan dessa egenskaper och företagets riskbenägenhet? – Ju större och mångsidigare företaget, desto svagare blir aktiernas informationsinnehåll; ju svagare informationsinnehåll, desto "lättare" ta risker!

fråga om en fysisk person, som äger en betydande aktiepost i ett företag samtidigt som denna person äger stora poster i ett investmentbolag, som också har stora intressen i samma företag, varigenom ett indirekt ägande föreligger; till dessa två medlemmar i ägargruppen kan komma aktier i företaget, som ägs av andra företag, i vilka den fysiska personen eller investmentbolaget har intressen osv. Hur starkt det ömsesidiga beroendet mellan olika medlemmar i den informella ägargruppen är får naturligtvis bedömas från fall till fall. Men det är ställt utom tvivel att den sortens beroende förekommer i många stora svenska företag. Innebörden av ett sådant beroende är att koncentrationsgraden i ägandet är högre än den ser ut. Denna slutsats förstärks om vi går från det rena aktieägandet till det innehav av *rösträtter* och *inflytande* på *bolagsstämman* som följer med aktieägandet.

Det förhållandet att graden av koncentration i aktieägandet i de individuella företagen på grund av beroenden av olika slag mellan olika ägare är högre än den synes vara *förstärker* behovet av nya aktieägare via t. ex. fondsystem, som kan hjälpa till att minska koncentrationen. Därvid måste naturligtvis fondsystemets administratörer vara uppmärksamma på att inte fondsystemet självt via direkt och indirekt ägande småningom bidrar till att åter öka koncentrationen i aktieägandet.

"De femton familjerna". Så långt "beroendeproblemet" vad gäller aktieägandet i *individuella* företag. Men det finns ett annat – och kanske större beroendeproblem. Det består i att det finns enstaka aktieägargrupper, som *återkommer* som ägare i en mängd *olika*, ofta stora företag ("de femton familjerna"). Det är omvittnat, att koncentrationen i aktieägandet i de individuella företagen till ett mindre antal storägare är hög i Sverige – också med internationella mått mätt. Det innebär en kraftig avvikelse jämfört med modellmarknaden. Verkningarna av en sådan ägarstruktur på aktiernas signalfunktion är svåra att bedöma. Av omedelbar betydelse är dock att de kunskaper och de tolkningar av företagets situation, som görs på ledande håll inom var och en av de stora ägargrupperna kommer att få en ofta avgörande inverkan på de signaler som utgår från aktiemarknaden. Om dessa kunskaper är stora och tolkningarna förutseende blir signalerna (uppenbarligen) effektiva; om inte, blir signalerna missvisande. Problemet med att några enstaka ägares kunskaper och synpunkter har så stor betydelse i flera företag *samtidigt* är *dels* att *samma* kunskaper och synpunkter kommer att prägla bedömningarna i olika företag vilket kan försämra "informations-inmatningen" i företagen, *dels* att detta förhållande gör signalfunktionen mindre pålitlig (tycker storägarna rätt blir signalerna extremt rättvisande, men tycker de fel blir de extremt missvisande).

Koncentrationen av aktieägandet till ett mindre antal storägare, som var och en dominerar flera företag, har många dimensioner. Genom att de delägs av en och samma fysiska eller juridiska person blir de olika företagen också *finansiellt* beroende: skulle storägaren få problem i något eller några av sina företag kan det få konsekvenser också för de övriga, där aktierna kanske snabbt måste säljas e. d.; en sådan åtgärd skulle påverka aktievärdena utan att någon förändring av betydelse inträffat i företagets framtidsmöjligheter – återigen en försämring i signalfunktionen; vi kan kalla denna problemsituation 'Kreuger-fallet'.

Genom samägandet blir företagen också *tekniskt* beroende av varandra: skulle storägaren se möjligheter att göra vinster genom att integrera produktion i de olika företagen, organisera gemensam forskning eller utlandsförsäljning e. d., så ökar chanserna att sådana, ofta komplicerade, affärer skall kunna genomföras om starka ägarintressen finns i de aktuella företagen; på detta sätt kan produktionskombinationer åstadkommas, som kan vara både företagsekonomiskt och samhällsekonomiskt rimliga, men som svårigen hade kunnat genomföras i en värld med starkt spritt ägande; vi kan kalla denna företeelse 'Wallenberg-fallet'.

En kanske litet speciell dimension av att aktieägandet är så koncentrerat till ett mindre antal storägare är att det också finns ett beroende mellan dem *inbördes*. Inte så att de rådför sig med varandra inför aktieaffärer etc. Men det finns säkert en betydande gemensam tolkningsbas när det gäller att bedöma den ekonomiska utvecklingen i Sverige och utomlands, och inte minst den politiska utvecklingen, vilket sammanhänger med att de människor som representerar storägarna i stor utsträckning umgås med varandra!

Ett fondsystem kan hjälpa till att minska koncentrationen i ägandet av individuella företag, men bör inte ta upp kampen med de nuvarande storägarna genom att försöka etablera sig självt som ytterligare en storägare. Då skulle ju de informationsproblem och finansiella beroenden som då uppstår aktualiseras ännu en gång. Bättre då att ge fondsystemet formen av en uppsättning av mindre, inbördes oberoende, fonder, som var och en är tillräckligt stor för att ta upp kampen med storägare i individuella företag. Problemet med att ett mindre antal aktieägare har intressen i så många företag minskar ju avsevärt om deras innehav av aktier i de individuella företagen får ordentliga motvikter. Intressant är därför möjligheten att via fondsystemet tillföra aktiemarknaden ny och *annorlunda* information än den som genereras inom kretsen av storägare.

Monitorfunktionen. På modellaktiemarknaden kompletterades den 'rena' signalfunktionen hos aktier – dvs. den som består i att aktieägarnas reaktioner på relevant information om företagets framtid via beslut om köp och försäljning på marknaden registreras i aktievärdena – med en s. k. *monitorfunktion*. Med monitorfunktionen menas aktieägarnas möjlighet att via det inflytande som aktieinnehavet ger också *aktivt* – via bolagsstämma och styrelse – påverka beslutsfattandet i företaget (t. ex. i fråga om investeringspolitiken, byte av företagsledning). I princip har alla aktieägare rätt att vara med och utöva denna funktion. Men sannolikheten för att en aktieägare faktiskt kommer att göra det påverkas av en rad faktorer. För det första förutsätter en aktiv insats från en aktieägars sida, att han har – eller åtminstone tror sig ha – kunskaper om hur verksamheten borde bedrivas för att företagets framtida utdelningskapacitet – och därmed aktievärdet – skulle bli så stor som möjligt. För det andra förutsätter det att han tror att det finns en rimlig chans att han kan vinna gehör för sina synpunkter. För det tredje förutsätter det att den avkastning en aktieägare kan räkna med för egen del till följd av en aktiv insats – i form av stigande aktievärden – står i rimlig proportion till insatsen.

Betraktar vi nu dessa förutsättningar och frågar hur troligt det är att de är för handen i en värld med atomistisk ägarstruktur visar det sig snart att

modellen får svårigheter. Är det troligt att en liten aktieägare har "kunskaper om hur verksamheten borde bedrivas"? Knappast - och säkert inte i utlandskonkurrerande storföretag. För att han i så fall skall ha någon chans att göra sin röst hörd på bolagsstämman måste han bilda koalition med andra aktieägare, vilket tar tid och kostar. Vad gäller den tredje förutsättningen är det klart att det eventuella bidrag till företagsresultatet en liten aktieägare kan åstadkomma endast till en bråkdel tillfaller honom själv - huvuddelen måste han ju dela med sig till alla de övriga aktieägarna; det minskar hans incitament att ta initiativ.

Det existerar uppenbarligen en *spänning* mellan det krav som ställs på aktiemarknaden för att den skall fylla den rena signalfunktionen - att aktieägarna är små - och det krav som ställs på den för att den också skall fylla monitorfunktionen - att aktieägarna inte är så små att de saknar incitament till aktiva insatser i företaget. Denna spänning representerar i sin tur ett krav på en avvägning på modellaktiemarknaden mellan idealet enligt signalfunktionen och idealet enligt monitorfunktionen: ett antal av aktieägarna bör vara åtminstone så stora att de kan antas ha incitament att agera aktivt via bolagsstämma och styrelse, men ingen av dem så stor att hans agerande helt dominerar företaget - vare sig det gäller beslut om köp och försäljning av aktier eller direkta ingripanden i företagets verksamhet. Det är med den normen som utgångspunkt vi nu övergår till att något beröra hur monitorfunktionen tillgodoses på den svenska aktiemarknaden.

Vi kan då först konstatera, att en stor del av Sveriges 500 000-700 000 aktieägare - nämligen de som är småaktieägare - av skäl som just redovisats utövar litet eller ingenting av en monitorfunktion. Det är bland ett mindre antal stora aktieägare - fysiska personer och (i ökande utsträckning) juridiska personer - som "monitorerna" finns. Vi kan inte här gå in på någon närmare redogörelse för hur monitorfunktionen faktiskt utövas i svenska företag. Våra organiserade kunskaper på detta område är ännu rätt begränsade.

Men hög aktivitet i monitorfunktionen i ett företag kan inte utan vidare kopplas samman med att det finns någon eller några få mycket stora aktieägare. Det är *inte* ett *tillräckligt* villkor för aktiva insatser på bolagsstämman att man är en stor aktieägare - det gäller många av de s. k. kapitalförvaltande institutioner (försäkringsbolag, pensionskassor etc.), som kan ha stora aktieinnehav i individuella företag utan att man någonsin haft för avsikt att mer aktivt gripa in i företagets skötsel. Anledningen till att aktiviteten i monitorfunktionen ligger hos någon eller några få stora aktieägare och inte hos andra kan vara historisk - man var med och startade företaget etc. Men det kan säkert också vara fråga om vanemönster, som utbildats under flera år, då det småningom kommit att framstå som något naturligt att just den eller den ägaren tar huvudansvaret i bolagsstämma och styrelse.

Alldeles oavsett vilken orsaken är förefaller det troligt att om man mätte koncentrationsgraden i svenskt näringsliv med hänsyn till hur många som *faktiskt* utövade monitorfunktionen i företagen så skulle den visa sig vara ännu mycket *högre* än den är mätt via aktieägandets fördelning i värdestermer resp. rösträtter på bolagsstämman. Här finns en uppgift för ett fondsystem att försöka motverka denna koncentration, men det förutsätter att de som

administrerar de olika fonderna är beredda till aktiva insatser i bolagsstämma och styrelse i de företag, där de engagerar sig. Det samhällsekonomiska värdet av dessa insatser blir i hög grad beroende av den information och de kunskaper (kompetens) företagen kan tillföras via fonderna. Hur mycket resurser skall fonderna satsa på att ta fram och tolka ekonomisk information? Det beror i viss mån på hur stora engagemang man tänker sig i individuella företag. Den huvudregel för placeringspolitiken, som formulerats ovan, går ju ut på att fonderna bör söka största möjliga avkastning på sitt kapital med den restriktionen att de inte själva bör bli huvuddelägare i flera stora företag samtidigt. Med hänsyn till den existerande koncentrationen i aktieägandet – och inte minst vad gäller monitorfunktionen – kan det bli aktuellt att modifiera den regeln; det vore rätt poänglöst att inrätta ett fondsystem bl. a. i syfte att motverka koncentrationen i ägarmakten om fondernas placeringspolitik begränsades så att stora aktieinnehav omöjliggjordes. Varför skulle fonderna över huvud taget åläggas andra restriktioner än övriga stora placerare på aktiemarknaden? En intressant fråga i det sammanhanget är denna: om fonderna accepterade vissa inskränkningar i sin placeringspolitik, vore det då inte rimligt att också övriga storplacerare på aktiemarknaden gjorde detsamma? Tyvärr har inskränkningar av det slaget både vad gäller aktieäggande och inflytande i individuella företag och samlat aktieäggande och inflytande i flera företag hos enskilda personer (fysiska eller juridiska) inte studerats nämnvärt inom nationalekonomin.

De mindre och medelstora företagen. Om signalfunktionen – inkl. monitorfunktionen – är högradigt koncentrerad i många stora, börsnoterade företag så gäller detta i än högre grad de företag, som står *utanför* börsen. Det sammanhänger bl. a. med att det där inte finns någon ”pålitlig”, marknadsmässig notering av aktievärdena, vilket torde vara en förutsättning för att en vidare krets av köpare skulle kunna intresseras. Därtill kommer att aktier i mindre och medelstora företag får antas ha ett annat och högre riskinnehåll än aktier i stora företag; stora företag tillverkar ofta ett bredare urval av produkter än små företag och uppnår därigenom en viss riskspridning. Det gör att det ofta blir fråga om en rätt speciell krets av ägare i mindre och medelstora företag – företagets ursprungliga initiativtagare, personer med personligt förtroende för dessa, personer med specifik branschkunskap och riskbenägenhet etc. Nu kan man hävda, att ägandekoncentrationen i de medelstora och mindre företagen inte är så problematisk, för även om ägandet i de individuella företagen ofta är starkt koncentrerat är det *olika* ägare i de olika företagen. Verkningarna av eventuella felbeslut eller konkurser blir då mindre än när en storägare dominerar flera företag, samtidigt som det är fråga om mindre företag än de börsnoterade. Samtidigt kan man kanske hävda, att det ter sig mer naturligt med en viss ägandekoncentration i mindre företag: om riskinnehållet i verksamheten är sådant, att förutsättningar för aktiehandel enligt modellmarknaden saknas kan aktievärdena självklart inte fylla någon signalfunktion på marknaden; då blir monitorfunktionen desto viktigare – och en förutsättning för att den skall utövas effektivt kan vara att någon eller några av aktieägarna har ett betydande ägarintresse i företaget.

Det finns alltså mindre anledning att utnyttja fondsystemet för att minska ägandekoncentrationen i mindre och medelstora företag än i de stora

företagen. Men kravet att fonderna skall eftersträva högsta möjliga avkastning kan självfallet aktualisera placeringar också i medelstora och mindre företag. Förutsättningen är bara att fondledningen äger tillräckliga kunskaper om företaget och dess utvecklingsmöjligheter. Generellt torde det dock gälla att riskinnehållet i en aktieplacering växer med minskande företagsstorlek. Det får betydelse för utformningen av fondsystemet, närmare bestämt vad gäller *storleken* hos de enskilda fonderna. Ju större placeringsvolymen i en fond är desto högre risknivå kan fonden acceptera i en del av sina placeringar, eftersom placeringarna då kan spridas på fler företag med ty åtföljande riskspridning.

Frågan i vilken utsträckning ett fondsystem bör inrättas med hänsyn också till de medelstora och mindre företagens intressen har inte direkt att göra med vare sig signalfunktionen eller monitorfunktionen. Av uppenbara skäl kan fondsystemet inte inriktas på att förbättra aktiernas signalfunktion i dessa företag, och monitorfunktionen är av långt mindre intresse än i stora företag. Det är i stället från kapitalförsörjningssynpunkt som frågan har ett principiellt intresse. Betrakta strukturen hos det enskilda näringslivet med avseende på företagens storlek: ett hundratal storföretag och en lång svans av medelstora och mindre företag (och ostartade). Om tio år kommer den strukturen sannolikt att bestå i sina huvuddrag, men företagen kommer inte att ha samma position i strukturen: några storföretag kan ha fått problem och slagits sönder och ombildats och några medelstora företag har lyckats och blivit stora och nya företag har startats och sällat sig till svansen av små och medelstora företag. Denna ständigt pågående strukturomvandling kan, om man så vill, karakteriseras som ett slags urvalsprocess, där de mest konkurrensdugliga produkterna och företagen överlever. Denna process är som bekant både smärtsam och komplicerad – smärtsam för de företag som måste minskas eller upphöra, komplicerad för de företag som växer för att småningom kanske bli stora företag. Det är kapitalmarknadens uppgift att se till att den processen sker så smidigt som möjligt; det betyder t. ex. att kapitalet slussas till olika produktionsområden och företag på ett sådant sätt att kostnaderna för oförutsedda nedläggningar och företagsutveckling minimeras för samhället. Det förutsätter att det noga övervägs var varje ny riskkapitalkrona skall placeras – om i ett litet, medelstort eller stort företag. Det är inte självklart att storföretagen skall ha företräde, bara därför att de har sina aktier noterade på marknaden – alla medelstora och små företag är potentiella storföretag! Företagens möjligheter till försörjning med riskkapital bör ju bero mer av deras framtidsmöjligheter än av om deras aktier råkar vara börsnoterade eller inte. Frågan är hur ”storleksneutral” kapitalmarknaden är; ofta nog är det lilla företags enda möjlighet att engagera riskkapital att låta sig köpas av ett stort. Det är inte nödvändigtvis samhällsekonomiskt negativt, men det lilla företaget går troligen en helt annan framtid till mötes än om det självt hade kunnat locka riskkapital till sig och förblivit oberoende. Här finns också intressanta uppgifter för ett fondsystem: att eftersträva största möjliga avkastning på sina placeringar utan att begränsa sig till den etablerade aktiemarknaden och därigenom kanske underlätta åtkomsten av riskkapital för små och medelstora företag.¹ En lyckosam sådan placeringspolitik skulle kunna få långsiktiga verkningar av stor samhällsekonomisk betydelse. Men den förutsätter – än en gång –

¹ Ett motsvarande problem har förelegat för 1–3 AP-fonderna, som valt att arbeta genom s. k. mellanhandsinstitut.

goda kunskaper hos fondledningen.

Invändningar mot föreställningen om signalfunktionens betydelse. Det är inte svårt att resa olika invändningar mot föreställningen att aktiernas signalfunktion har viktiga allokeringssuppgifter på dagens svenska kapitalmarknad. En är att *självfinansieringen* av företagets investeringar spelar en så stor roll att aktiernas externa signalfunktion är av underordnad betydelse. Det är inte svårt att avvisa den invändningen. Inför framtiden torde signalfunktionen snarast komma att öka i betydelse om det ökade riskkapital, som t. ex. kapitalmarknadsutredningen anser att företagen kommer att behöva, skall kanaliseras på ett effektivt sätt.

En annan invändning gäller den *begränsade* innebörden av de signaler om företagets framtidsutsikter som utgår från aktievärdena. Enbart det förhållandet att ett företags aktier noteras "högt" på marknaden innebär naturligtvis inte att en bank automatiskt accepterar varje låneansökan från det företaget (med hänvisning till företagets möjlighet att via nyemission skaffa sig mer riskkapital). Varje projekt som skall finansieras måste först och främst bedömas utifrån sina egna förutsättningar, sin vinstförmåga, vilka säkerheter som kan ställas etc. Den specifika informationen kan aktievärdena inte förmedla, och skall det inte heller. Aktievärdet tjänar (under vissa förutsättningar) som ett *sammanfattande* uttryck för hur företagets framtidsutsikter bedöms – i termer av förväntad framtida utdelning. Därigenom bidrar det till att åstadkomma ett slags grovsällning av mer och mindre löftesrika företag. Allt annat lika kommer banken att låna pengar till det företag, som har det högre aktievärdet!

En tredje invändning mot aktievärdenas funktion som signaler tar fasta på att dagskurserna varierar på grund av *spekulative* affärer och andra köp- och säljbeslut, som inte har något att skaffa med företagets utvecklingsmöjligheter på längre sikt. Den långsiktiga aktiekursen skulle därför hela tiden skymmas av den kortsiktiga (dagskursen). Den som ville utnyttja aktievärdet som signal skulle följaktligen inte kunna se *när* aktievärdet speglade det långsiktiga perspektivet och alltså inte få någon vägledning i sitt beslut. Ett sätt att komma åt problemet är att försöka rensa ut de kortsiktiga variationerna genom att låta genomsnittskursen under en längre period, säg ett år/halvår, representera den långsiktiga jämviktsaktiekursen. Därtill kommer att många av dem som uppträder på aktiemarknaden är mest intresserade av långsiktiga placeringar.

Det finns alltså flera invändningar mot aktievärdenas roll som signaler till kapitalallokerarna. Men även om dessa signaler skulle fungera dåligt i dag, så är det inget skäl att avstå ifrån att försöka få dem att fungera *bättre*. En del menar att vi i stället borde avskaffa aktiemarknaden. Men de måste då visa att det finns ett bättre alternativ.

Själva rättigheten för (stora och små) aktieägare att i huvudsak *fritt sälja och köpa aktier* förknippas sällan med möjligheten att utöva *inflytande* över företaget. I själva verket finns det dock ett nära samband. Rättigheten för den som innehar, säg, 15 procent av aktierna i ett företag, att utan vidare sälja sina aktier till någon med en helt annan syn på företagets framtid – låt vara ofta mindre pessimistisk – är naturligtvis att i högsta grad utöva inflytande över företaget – och de anställdas – fortsatta öden. Därför kan man inte samtidigt hävda att aktier saknar betydelse som signaler och ger inflytande åt

aktieägarna: signalfunktionen och inflytandet är två olika sidor av samma mynt.

En annan sak är att det i allmänhet är först när signalfunktionen, dvs. aktievärdet, tyder på risker för förluster för aktieägarna som dessa ikläder sig monitorfunktionen och tar initiativ i bolagsstämma och styrelse. Den synliga procedurmakten hos aktieägarna framträder egentligen mest i krisituationer, då permitteringar och avskedanden aktualiseras. När företagen går bra utövar aktieägarna endast den osynliga signalmakten. Inte undra på att "aktieägarmakt" kommit att ses som något negativt utifrån detta asymmetriska betraktelsesätt! Men i vilken utsträckning aktieägarna ingriper och hur detta sker beror naturligtvis i hög grad av hur signalmakten utövas, dvs. vilka som äger aktierna. Om fondsystemet kan gå in och minska ägandekoncentrationen och öka placeraraktiviteten och höja informationsnivån i bolagsstämma och styrelse kan måhända både signalfunktionen och monitorfunktionen hos aktierna förbättras.

1.4.3 *Kapitalplaceringsfunktionen*

En särskild anledning att sträva mot att förbättra signalfunktionen hos aktier är att det effektiviserar också deras kapitalplaceringsfunktion. Ett kriterium på effektivitet på modellmarknaden var ju att placeringsalternativen i termer av avkastning och risk så långt möjligt skulle stämma överens med placeringsönskemålen hos placerarna. Om nu signalfunktionen förbättras genom införande av ett fondsystem borde det innebära att aktievärdena ger en mer sannolik bild av företagens utvecklingsmöjligheter än tidigare. Genom att makten över aktiernas signalfunktion blir mindre koncentrerad minskar också sannolikheten för att någon eller några få bedömares uppfattning blir bestämmande för kursutvecklingen – med svårförutsedda kast i kursutvecklingen som resultat. Detta betyder inte att den genomsnittliga kursutvecklingen (för index) blir bättre. Men det ger den individuella placeraren ökad anledning att *själv* se till *företagets* utveckling snarare än till hur denna *bedöms* av ledande intressenter i företaget. Det är alltså inte fråga om att effektivisera kapitalplaceringsfunktionen genom att uppnå en *högre* grad av överensstämmelse mellan placeringsalternativ och -önskemål, utan snarare genom att ge överensstämmelsen en annan karaktär.

En andra, mer långsiktig effekt av ett fondsystem, som lyckas minska koncentrationen i aktieägandet, kan bli att aktier blir en mer legitim kapitalplaceringsform också för mindre kapitalplacereare. Det kan ha sina poänger i en värld, där man efterlyser både riskkapital till produktionsverksamhet och inflationsskyddade placeringsalternativ. En utveckling i den riktningen skulle förstärkas om fondsystemet utformades så att det gav upphov till allokeringvinster på kapitalmarknaden. Förbättringen i signalfunktionen kan kanske också, som antytts, innebära att en del "ihålligheter" i aktiemarknaden elimineras, vilket borde kunna göra mindre placerare mer intresserade.

1.5 Det "ideala" fondsystemet

Utgångspunkterna för hela detta avsnitt har varit tre. För det första att löntagarna kollektivt förfogar över en betydande mängd kapital, säg 10–15 mdr kr., som har karaktären av riskkapital och skall placeras i aktier i svenska aktiebolag; för det andra att aktier och aktiemarknad fyller vissa funktioner, som kan läggas till grund för vissa krav på hur en idealisk "modellmarknad" borde se ut; för det tredje att den svenska aktiemarknaden i verkligheten på viktiga punkter avviker från 'idealmarknaden' och att fondsystemet kan utformas så att verkligheten kommer närmare idealet.

Det kan ske genom att fondsystemet inriktas på att 1) minska ägandekonzentrationen i näringslivet och därigenom 2) göra aktie- och kapitalmarknaden mer decentraliserad och effektiv.

Hur är det då med överensstämmelsen mellan den här föreslagna placeringspolitiken och de placeringsönskemål, som kan finnas hos dem som varit med om att finansiera uppbyggnaden av fondkapitalet? Skulle de anställda, som bidragit med löneavgift och/eller vinstdel – och skattebetalare, aktieägare och andra som i okända proportioner varit med och finansierat fonduppbyggnaden – ha placerat pengarna ungefär som fonderna? Om inte – vad motiverar i så fall avvikelserna i fondsystemets placeringspolitik?

Vi har i denna rapport utgått från en tänkt situation, där ett fondkapital av betydande mått *redan finns uppbyggt*, i det uttryckliga syftet att åtminstone till en början slippa dessa svåra frågor. Två aspekter på problemet skall dock kortfattat tas upp.

För det *första* är det uppenbart att det i en värld med starkt koncentrerat aktieäande (både i företag och på personer) kan ses som ett tämligen allmänt *samhällsintresse* att minska den koncentrationen. Hittills i denna rapport har vi mest uppehållit oss vid en effektivitetsaspekt, men för många är demokratispekten viktigare. Om det visar sig omöjligt att – på grund av informationskostnader, bristande incitament etc. – på frivillig väg (via marknaden) skapa stora koalitioner av aktieägare som kan bilda motpoler till de stora, etablerade ägarintressena kan det finnas anledning att på politisk väg bygga upp gemensamma fonder för att minska ägande- och maktkonzentrationen. Med nationalekonomisk terminologi skulle vi kunna tala om ett slags "marknadsmisslyckande" på aktiemarknaden: av en rad olika skäl har det inte varit möjligt att åstadkomma ens en någorlunda atomistisk ägarstruktur i företagen¹. Om det är ett utbrett önskemål att ägandekonzentrationen bör minska eller, med andra ord, beslutsfattandet på kapitalmarknaden *decentraliseras* ytterligare bör man då pröva att lösa problemet på politisk väg.

Vi kan se en *jämn* fördelning av aktieägandet (en långt decentraliserad kapitalmarknad) som en s. k. *kollektiv vara*, dvs. som en företeelse som måste "konsumeras" av alla samtidigt. Problemet med sådana varor är just att man kommer i åtnjutande av konsumtion av dem vare sig man själv bidrar till "produktionen" av dem eller inte. I det läget föredrar de flesta att själva avstå från att bidra i hopp om att andra gör det i stället: alla – eller många – är emot ägandekonzentrationen i näringslivet, men få är villiga att offra något för att t. ex. bilda motpoler till existerande storägare. Det är ett typfall av marknadsmisslyckande, som motiverar gemensamma, politiska lösningar.

¹ Med hänsyn till att aktiebörsen ofta framhålls som ett mönster för marknadsallokering – köpare och säljare lika välinformerade etc. – kan det överraska att aktiemarknaden i dess helhet (dvs. inkl. alla dem som inte uppträder på börsen) ses som exempel på ett marknadsmisslyckande. Men hur skall man annars karakterisera marknader för enskilda företags aktier, där enstaka ägare kan ha "marknadsandelar" som ger dem ett avgörande inflytande i företaget?

Ser man minskad ägandekonzentration som ett värde i sig är alltså redan detta ett argument för att bygga upp 'centrala' kapitalfonder, vid sidan av de argument som utgår t. ex. från behovet av mer riskkapital.

Utifrån detta betraktelsesätt borde fondsystemet byggas upp av ett antal inbördes oberoende, separata fonder med, säg, högst en miljard kr. vardera att placera. Fonderna måste vara tillräckligt stora för att kunna ta upp kampen med enskilda storägare i individuella företag, men inte så stora att de själva blir helt dominerande aktieinnehavare i ett eller flera företag – då ersätts ju bara den gamla ägandekonzentrationen av en ny (låt vara att de nya fonderna i princip ägs av många personer, men fondstyrelsen och -ledningen kommer ändå i praktiken att få ett eget inflytande över placeringsverksamheten).

Jämnt aktieäggande eller en långt decentraliserad kapitalmarknad har dessutom – åtminstone enligt vissa uttolkare – starka s. k. *externa effekter*. Förutom att det anses vara en rimlig etisk-demokratisk ordning som samtidigt innebär effektivitet i kapitalallokeringen så kan det nämligen hävdas att en sådan kapitalmarknad allmänt skapar förutsättningar för reell åsiktspluralism. Därtill kommer de effekter som består i att den ekonomiska politiken (stabiliseringspolitiken, regionalpolitiken etc.) kan antas få större rörelsefrihet i en värld med någorlunda jämnt spritt aktieäggande än i en med starkt koncentrerat äggande.

Den *andra* aspekten på fondkapitalet och placeringspolitiken gäller frågan hur man skall skapa *garantier* – sedan enighet väl uppnåtts beträffande placeringspolitikens inriktning – för att placeringsönskemålen hos uppdragsgivarna, dvs. löntagarkollektivet eller medborgarkollektivet, verkligen *fullföljs* så långt som möjligt.

Den ekonomiska teorins rekommendation är enkel: skapa ett tryck på förvaltarna av de många olika fonderna genom att förändringar i allmänhetens tilltro till deras förmåga att åstadkomma största möjliga avkastning kapitaliseras i förändrade värden hos fondandelsbevis eller fondaktier. Dessa aktier kan i vanlig ordning noteras på en aktiebörs. Men vilka skall äga eller förvalta dessa fondaktier? En möjlighet vore att – om fonduppbyggnaden finansierades med lönebaserade avgifter och övervinstdelning – fondandelsbevis gavs ut till individuella löntagare i proportion till det bidrag de via avgiften lämnat till fonduppbyggnaden. Andelsbeviset skulle ge rätt till utdelning, inflytande på en fondstämman samt vara säljbart. Genom att fondsystemet utformades på detta sätt skulle den kollektiva varan minskad ägandekonzentration omvandlas till en åtkomlig vara för den enskilda människan – den som ville satsa pengar på att minska koncentrationen i ägandet skulle kunna göra det genom att köpa andelsbevis i någon av fondsystemets många fonder!

Viktigt blir då att se till att någon ägandekonzentration av den typ som tidigare uppstått i aktiebolagen inte uppstår i de enskilda fonderna som ett resultat av den individuella säljrädden. För den som skulle få sin ägarställning i ett företag hotad genom fondsystemet skulle naturligtvis incitamenten vara starka att också skaffa sig inflytande över den aktuella fonden. En sådan utveckling kan förhindras genom att ingen individuell andelsinnehavare i fonden tillåts äga mer än någon liten promilleandel av fondens andelskapital.

En sådan avgränsning kan emellertid också ha sina svagheter. Vi har tidigare påtalat betydelsen för signalfunktionen av att ett betydande antal aktieägare blir så pass stora, att de får ett incitament att verkligen sköta monitorfunktionen. Det kan motivera att gränsen för största tillåtna andelsinnehav modifieras uppåt till någon eller några procent. För att därvid säkerställa att något otillbörligt inflytande inte kommer att utövas via fonden kan t. ex. stora aktieägare i de företag, där fonden äger aktier, uteslutas från placeringar i just den fonden.

Argumenten för säljrätten eller den individuella anknytningen av fondkapitalet är desamma som för kapitalmarknaden/aktiemarknaden i övrigt: det behövs en signalfunktion (inkl. monitorfunktion) för att marknaden skall fungera väl. Det finns ingen anledning att frångå den logiken i fråga om ett fondsystem uppbyggt på löntagarkapital. En annan sak är att fondernas placeringspolitik kan laddas med ett specifikt innehåll: att minska ägandekoncentrationen, förbättra signalfunktionen (kapitalmarknaden) etc. Det är med utgångspunkt i dessa grundläggande principer för placeringspolitiken som fondsystemet skall agera på kapitalmarknaden.

Ett svårt problem är att bedöma vad som skall anses utgöra "godkänd" placeringspolitik inom fondsystemet när det gäller att minska ägandekoncentrationen. Om den signalfunktion som utövas av innehavarna av fondandelsbevis främst kommer att gälla avkastningskravet, vem skall då bevaka kravet att fondsystemet skall leda till en mindre ägandekoncentration? I en del fall kan det tänkas att den placeringspolitik som aktualiseras utifrån de båda kraven i stort sett sammanfaller. Men man får nog räkna med att situationer också kommer att uppstå där avkastningskravet och koncentrationsminskningskravet kan komma i konflikt: vem skall då göra avvägningen? Kan styrelsen göra den om styrelsen är ansvarig inför fondstämman, vars deltagare inte kan förutsättas aktivt (om än passivt) engagera sig i det sistnämnda kravet? Eller sköts bevakningen av koncentrationsminskningskravet bäst av en öppen redovisning och debatt? – En annan metod att lösa målkonflikten vore att avdela en viss andel av kapitalet i varje fond till "koncentrationsmotiverade" placeringar eller att inrätta särskilda fonder för sådana placeringar. Då skulle den avkastningsinriktade placeringspolitiken inom fondsystemet lättare kunna utvärderas. Men det säger sig självt att en fond för att minska ägandekoncentrationen måste bli av begränsad storlek.

Fondsystemets verksamhet borde alltså kunna leda till en välbehövlig decentralisering av den svenska aktie- och kapitalmarknaden. För att denna skall åtföljas av en effektivisering av kapitalmarknaden är det viktigt att de nya fonderna – till skillnad från många av dem som i dag innehar stora aktieposter i näringslivet – blir aktiva på kapitalmarknaden och på grundval av *självständiga*, kompetenta bedömningar av den ekonomiska framtiden ger ifrån sig signaler av olika slag – genom att köpa och sälja aktier, agera på bolagsstämmor och i styrelser etc. Kravet att varje fond skall kunna bära upp en verkligt kvalificerad *utredningsverksamhet* ställer också krav på en viss minimistorlek hos en fond.

Detsamma gäller önskemålet att fonderna skall kunna delta med riskkapital i finansieringen inte bara av redan etablerade, börsnoterade företag utan också av små och medelstora företag – utifrån föreställningen att

varje fondkrona bör satsas, där den ger högst avkastning, oavsett om företaget är stort eller litet. Eftersom risktagandet vanligen blir större i mindre företag kan en viss minimistorlek vara nödvändig hos fonden för att riskutjämning skall uppnås.

För att fonderna verkligen skall fungera oberoende av varandra bör fondsystemet utformas så att ett *konkurrensmoment* introduceras mellan dem. Det kan ske genom att de som bidragit till fonderna får kapitalandelsbevis i dessa, som – efter viss spärrtid – bör vara säljbara som vilka aktier som helst, med vissa restriktioner. Fonder, som misslyckas i sin placeringspolitik, blir då obönhörligen uppmärksammade via sjunkande värden hos fondandelsbevisen. En komplikation är hur samhället skall se till att fonderna verkligen arbetar på att minska ägandekoncentrationen. Behövs en "ägandekoncentrationsombudsman"?

Det kan synas som om dessa fonder inte skiljer sig nämnvärt från de investmentbolag som redan finns. Det är en felsyn. Fondernas huvuduppgift är att placera sina medel så att ägandekoncentrationen minskar – den principen har inte väglett våra nuvarande investmentbolag. Dessutom bör inte aktieägare med stora intressen i de företag, som en fond placerat pengar i, få köpa andelsbevis i denna fond.

2 Medborgarfonder och löntagarfonder

I det föregående har vi försökt visa att man genom att använda vissa, begränsade centrala kapitalfonder på särskilt sätt skulle kunna 1) understödja företagens försörjning med riskkapital i form av aktier (*kapitalförsörjningsargumentet*), 2) förbättra aktiemarknadens (kapitalmarknadens) funktionssätt genom att organisera fondkapitalet på ett sådant sätt att en ökad decentralisering uppnås på aktiemarknaden (kapitalmarknaden) – större konkurrens ger effektivare allokering (*signalfunktionsargumentet*) och innebär en mindre koncentration i makten över företagen (*maktspridningsargumentet*); dessa båda argument kan sammanfattas under rubriken '*decentraliseringsargumentet*'; 3) utveckla aktiernas funktion som placeringsalternativ (*kapitalplaceringsargumentet*) – andelsbevisen i de olika fonderna är aktier med ett annat innehåll än 'konventionella' aktier, eftersom det förutsätts att fonderna medvetet arbetar för att minska ägandekoncentrationen i näringslivet *samtidigt* som man eftersträvar största möjliga avkastning på sina medel; det gör fondandelsbevis till ett intressant placeringsalternativ för den, som vill medverka till minskad ägandekoncentration och samtidigt äga aktier med hygglig riskspridning; därtill kommer att om argumentet 2) ovan håller så blir aktiernas placeringsfunktion mer relevant än tidigare (därför att aktiemarknaden blir mer effektiv) och mer intressant för många som nu tvekar om aktier (därför att ägandekoncentrationen minskar).

Tidigare har vi skisserat hur ett fondsystem skulle kunna byggas upp, som skulle ta vara på de tre argumenten. Huvudprincipen var att det centralt disponibla fondkapitalet skulle delas upp på ett antal mindre fonder, som skulle fungera i huvudsak oberoende av varandra, vara aktiva placerare och övervakas av aktiemarknaden på vanligt sätt.

I detta avsnitt skall vi försöka något precisera olika aspekter på fondsystemets utformning. Med 'de tre argumenten' och 'det ideala fondsystemet' som utgångspunkt introduceras först 'medborgarintresset' och därefter 'löntagarintresset'. Syftet är att studera vilka modifikationer av det 'ideala' fondsystemet som kan aktualiseras när dessa intressen förs in i bilden. Vi är medvetna om att 'medborgarintresse' resp. 'löntagarintresse' är ytterligt abstrakta begrepp med stark värdeladdning, men tror ändå att det kan vara värt ett försök att hänga upp en diskussion på dem.

2.1 Medborgarintresset

Låt oss litet förenklat antaga att medborgarintresset består av två huvudkomponenter: den ena är varje medborgares intresse av att det via den *offentliga* sektorn produceras vissa varor och tjänster (t. ex. försvar, socialförsäkringar etc.), som av olika skäl inte kan eller bör produceras via marknaden – det är här fråga både om ett medborgarintresse, ett löntagarintresse (arbetsmarknadslagstiftning) och ett konsumentintresse (köplagen) osv.; den andra huvudkomponenten är varje medborgares intresse av att verksamheten inom den *privata* sektorn tillgodoser en rad olika önskemål – det gäller mängden, kvaliteten och priset på de varor och tjänster och arbeten och kapitalplaceringsmöjligheter som framkommer via marknaden. Också här är det fråga om ett konsumentintresse och ett löntagarintresse – och ett kapitalägarintresse.

Medborgarinflytandet utövas via den politiska processen, där medborgarna gör sina avvägningar mellan dessa olika intressen och försöker verka för lagar och regler som så långt möjligt uppnår den önskade avvägningen.

När vi i det följande talar om 'medborgarintresse' menas den andra huvudkomponenten, dvs. verksamheten inom den privata eller enskilda sektorn, närmare bestämt bolagssektorn. Frågan är nu i vilken utsträckning effekterna av det 'ideala' fondsystemet kan tänkas stå i samklang med det sålunda avgränsade medborgarintresset.

2.1.1 *Fyra aspekter av medborgarintresset*

"Systemintresset". Om det kan antagas att en majoritet av medborgarna i princip önskar att en betydande del av samhällets resurser – särskilt kapital, men även arbetskraft och vanliga varor och tjänster – också framdeles skall allokeras eller fördelas via marknader borde det 'ideala' fondsystemet ligga i medborgarnas intresse. Genom att mer riskkapital kanaliseras till näringslivet förbättras de allmänna förutsättningarna för produktion och sysselsättning via marknader; genom att denna kanalisering sker så att ägandekonzentrationen minskar kan den ekonomiska politiken få en större aktionsradie och genom att aktiemarknaden (kapitalmarknaden) kommer att effektiviseras kan produktionen öka.

Dessa verkningar får naturligtvis i sin tur olika effekter. Hur påverkas intresset för nyföretagande om marknadssystemets framtid ter sig mindre osäker? Hur påverkas de "gamla" aktieägarnas intresse av att behålla aktier om soliditeten förbättras i "deras" företag? Hur påverkas hushållens intresse för aktiesparande om ägandekonzentrationen minskar kraftigt i företagen? Och – hur påverkas nuvarande och potentiella "storaktieägare" om de vet att de alltid måste räkna med att konkurrera om makten över företaget med en fond?

En förutsättning för att en fondreform av antytt slag skall uppfattas som en decentraliseringsreform är dock med all sannolikhet att den görs *överblickbar*. Det betyder att man i *förväg* klargör dels hur *stora* fonderna skall få bli, dels *hur de mer konkret skall arbeta*. I ljuset av vunna erfarenheter kan omfattningen och regelsystemet sedan omprövas.

"Maktspridningsintresset". Vidare, om det kan antagas att en majoritet av

medborgarna – alldeles oavsett inställningen till marknadssystemet som sådant – vill ha en minskning i ägandekoncentrationen i det enskilda näringslivet så borde det 'ideala' fondsystemet av *det* skälet ligga i medborgarnas intresse. En svårighet, som redan påtalats, blir att se till att placeringspolitiken verkligen inriktas på att ta upp kampen med förekommande storägare, *utan* att för den skull fonderna själva blir nya, dominerande ägare. En lösning vore att låta styrelsen i de olika fonderna rekryteras på ett sådant sätt att den kunde sägas representera medborgarnas intressen. Hur detta praktiskt skulle gå till kan inte närmare anges här, men rent principiellt borde styrelserepresentanterna hämtas ur de breda folklagren via politiska partier och organisationer av olika slag. Det skulle alltså närmast bli fråga om "lekmannastyrelser" för att bevaka maktspidningsintresset. Det innebär inte att kravet ändrats, att varje fond skall ha en kompetent, kunnig och aktiv ledning av den löpande verksamheten. Inte heller finns det någon anledning att avstå ifrån att utnyttja marknaden (för fondandelsbevis) för att bevaka effektivitetsintresset och skapa konkurrens mellan de olika fonderna.

Men är inte önskan att minska ägandekoncentrationen snarare ett "löntagarintresse" än ett "medborgarintresse"? Inte självklart – eller enbart. Om vi håller fast vid definitionen av medborgarintresset som intresset att se till att verksamheten inom den privata sektorn tillgodoser en rad önskemål – beträffande tillgången på konsumtionsvaror, arbete *och* kapitalplaceringsmöjligheter – så kan det väl hävdas att särskilt kapitalplaceringsmöjligheterna av många kommit att utnyttjas på ett sätt som skapat väldiga skillnader mellan deras och de flesta andras roll som kapitalinnehavare. Det är i den övergripande medborgarrollen som människan kan göra avvägningen mellan de tre rollerna, eller rättare *mellan de förutsättningar samhället ger människor att uppträda i de olika rollerna*. Om människors uppträdande i aktie- och kapitalägarrollen är starkt koncentrerad i företagen kan det ses som en obalans jämfört med människors inplacering i såväl konsumentrollen som rollen som anställd, som ju nästan alla deltar i. Det kan mycket väl betraktas som ett medborgarintresse att åstadkomma en annan avvägning mellan de tre rollernas fördelning på människor eller medborgare än den som gäller i dag.

Men borde inte fondstyrelserna besättas enbart med löntagarrepresentanter om – som inledningsvis antogs – "löntagarfonder . . . är fonder . . . som väsentligen disponeras av kollektiv av löntagare". Det är inte självklart. Diskussionen *hitills* har ju lett fram till att ett fondsystem och en tillhörande placeringspolitik också kan utformas utifrån ett mer allmänt medborgarintresse. Om man anser detta oförenligt med att fondkapitalet byggs upp med lönebaserade avgifter och/eller vinstdelning i någon form får kanske någon annan finansieringsform övervägas, där skattebetalarna (medborgarna) drabbas på ett sådant sätt att ett medborgarinflytande i fondstyrelserna kan anses legitimt. Det bör dock understrykas att lönebaserade avgifter och/eller vinstdelning kan tänkas få betydande effekter på skatteinkomsterna. Därtill kommer att löntagarkollektivet på intet sätt "förlorar" de pengar de delvis bidragit med eftersom det förutsätts att de används som riskkapital – låt vara att inte alla företag blir delaktiga därav enligt det 'ideala' fondsystem som skisserats ovan.

"Effektivitetsintresset". Om det, för det tredje, kan antagas att en

majoritet av medborgarna – alldeles oavsett inställningen till marknadssystemet som sådant resp. ägandekoncentrationen – vill ha en högre effektivitet i kapitalallokeringen genom en mer decentraliserad aktie- och kapitalmarknad så borde det 'ideala' fondsystemet av *det* skälet ligga i medborgarnas intresse. För att detta skall bli verklighet krävs dels kompetens i fondledningarna, dels konkurrens mellan fonderna ungefär efter det mönster som anges av det 'ideala' fondsystemet.

"*Kapitalplaceringsintresset*". Om det, för det fjärde, kan antagas att en majoritet av medborgarna – alldeles oavsett inställningen till marknadssystemet som sådant resp. ägandekoncentrationen – anser det värdefullt att förfoga över ett enskilt kapital i form av fondandelsbevis (med god riskspridning och med det uttalade syftet att minska ägandekoncentrationen), som kan behållas (och belånas etc.) eller (efter någon spårzeit) säljas, så borde det 'ideala' fondsystemet av *det* skälet ligga i medborgarnas intresse.

2.1.2 *Brister i marknadsekonomi*

Resonemangen hittills har haft som outtalad förutsättning att de signaler som utgår från *marknadspriserna* – rådande och förväntade – kan *accepteras* som vägledning för beslutsfattandet ute i företagen – och på aktie- och kapitalmarknaden. Det 'ideala' fondsystemet har också utformats så att sökandet efter och tolkningen av sådana prissignaler bland dem som uppträder på aktie- och kapitalmarknaden skall bli så effektivt som möjligt. Det viktiga i sammanhanget är att utvecklingen inom produktion och sysselsättning i en marknadsekonomi i allt väsentligt bestäms utifrån olika *decentraliserade* (eller, om man så vill, lokala) tolkningar av den möjliga framtiden på företagens olika marknader.

Erfarenhetsmässigt vet vi att detta pris- och tolkningssystem (samordningssystem) har betydande svagheter. Det har långtifrån kunnat säkerställa full sysselsättning vare sig på nationell nivå eller regionalt (regional balans). Därtill kommer de strukturproblem, som fundamentalt sett är ett uttryck för att företagen i olika branscher inte i tid har uppfattat signaler om prisförändringar på relevanta varor. Inte heller har systemet kunnat förhindra en avsevärd inflation.

Det är möjligt att det går att konstruera anvisningar för placeringspolitiken i ett fondsystem som tar hänsyn också till bristande jämvikt på arbetsmarknaden (i form av arbetslöshet). Men det är förenat med *mycket* stora svårigheter att formulera sådana anvisningar på ett sådant sätt att fondernas verksamhet på detta område verkligen blir ett komplement till övriga, offentliga arbetslöshetsmotiverade insatser och inte en störning. I samband med det 'ideala' fondsystem som skisserats ovan finns det anledning att inte ytterligare komplicera placeringspolitiken, eftersom hela fondsystemet redan arbetar med en kompletterande regel – att minska ägandekoncentrationen.

2.1.3 Frågan om individuella andelar

I det 'ideala' fondsystem, som skisserades ovan, förekommer individuella andelar. I proportion till lönen eller lika för alla utges andelsbevis till alla löntagare i olika fonder. Andelsbevisen ger rätt till utdelning från fonderna samt rätt att uppträda på fondstämman och är säljbara efter någon spärrtid.

Kapitalbildning och förmögenhetsfördelning. Huvudargumenten för individuella andelar är två: för det *första*, att individuella andelar gör det möjligt för de människor som bidragit till fonduppbyggnaden att – *vid sidan av* det värde man tillmäter en mindre ägandekonzentration – också för privat räkning få ut ett värde i form av en kapitaltillgång, som avkastar en viss trygghet, belåningsmöjligheter och (efter spärrtidens slut) en möjlighet att vid behov förstärka likviditeten och/eller öka konsumtionen; för det *andra*, att individuella andelar eller fondandelsbevis *om* de noteras på en marknad, som fungerar någorlunda väl, kan utnyttjas som signaler för att bevaka avkastningsintresset i fonden på samma sätt som vilka aktier som helst. En fondledning, som misslyckas med att säkerställa en rimlig avkastning eller av andra skäl inte har fondandelsägarnas förtroende, kan alltså avslöjas genom att marknadsvärdet hos andelsbevisen i den fonden sjunker när fondandelsinnehavarna säljer sina andelar. Vid sidan av denna signalfunktion kan fondandelsinnehavarna också utöva en monitorfunktion på fondstämman (avsätta fondledningen, kritisera placeringspolitiken etc.).

Ett *tredje* argument för individuella och säljbara andelar är att de tänkbara placeringsalternativen på kapitalmarknaden utökas med ännu ett: andelar i centrala fonder, som verkar för att minska ägandekonzentrationen (med 'medborgarstyrelser') och som har en hygglig riskspridning. Det kan vara ett intressant placeringsalternativ också för *andra* än de löntagare som ursprungligen erhållit fondandelar. Genom att fondandelarna på detta sätt görs säljbara ökas 1) valfriheten mellan sparande och konsumtion för dem som innehar fondandelar och 2) valfriheten mellan olika placeringsalternativ för dem som inte har fondandelar. Om det är ett medborgarintresse att ägandekonzentrationen minskas, borde också alla medborgare ha rätt att äga fondandelar! Borde de också ha rätt att *inte* äga fondandelar?

De tre argumenten är inte oberoende. Om de ursprungliga fondandelsinnehavarna inte vill sälja sina andelar utan föredrar att utnyttja deras värde som "innehavande" kapitaltillgång kan andelsbevisen inte fylla sin signalfunktion. Om anledningen till att man inte vill sälja sina andelar är att man har fullt förtroende för fondledning och -styrelse kan det naturligtvis sägas att det är detta man signalerat och att signalfunktionen alltså ändå fyllts. Om anledningen i stället är att man av rädsla eller oerfarenhet inte vill sälja sina andelar kollapsar däremot signalfunktionen helt. Om de ursprungliga fondandelsinnehavarna inte vill sälja sina andelar blir det omöjligt för övriga medborgare att bli delaktiga i denna utvidgning av placeringsalternativen på kapitalmarknaden.

Omvänt, om de ursprungliga fondandelsinnehavarna vill omsätta sina andelar i betydande omfattning kan signalfunktionen fyllas bättre, särskilt om också andra personer blir andelsinnehavare. Men då kommer inte alla

löntagare att förbli delaktiga i värdet av att förfoga över fondandelar som en kapitaltillgång¹.

Argumenten *mot* individuella andelar är flera. Ett är att många, kanske de flesta, kommer att *sälja* sina individuella andelar (efter en eventuell spärrtid). Värdet av att kunna förfoga över en kapitaltillgång i form av fondandelar kommer därmed att omfördelas på ett sätt som innebär att fördelningen av fondandelar på personer i stort sett blir densamma som fördelningen av aktier på personer i dag. Hur det faktiskt kommer att bli kan man bara gissa, men om inga dramatiska förändringar bland majoriteten av löntagarna ägt rum vad gäller avvägningen mellan nutida och framtida konsumtion, värdepappersplaceringar och realinvesteringar (eget hem etc.) eller mellan "ideologiska" placeringar och andra så ter sig en sådan förutsägelse inte orimlig. Samtidigt är det klart att om en majoritet bland medborgarna verkligen önskar minska ägandekoncentrationen så borde det innebära ett extra incitament att inte sälja andelarna enbart av ekonomiska skäl.

Man kan naturligtvis, som tidigare antytts, tänka sig att försöka minska risken att också fondandelar blir föremål för ett koncentrerat ägande genom att förbjuda personliga innehav av fler än ett visst antal fondandelar e. d. Men då minskar värdet av fondandelar som kapitaltillgång och placeringsalternativ, samtidigt som deras signalfunktion försvagas.

Ett annat, besläktat, argument mot individuella andelar, som är säljbara, är att det är stötande att först bestämma att *alla* löntagare skall delta i finansieringen av fonduppbyggnaden och samtidigt ge *dem som så önskar* möjlighet att "hoppa av" genom att sälja sin fondandel.

Ett tredje argument mot individuella andelar, som av många betraktas som det viktigaste, är att möjligheten att sälja dem (låt vara efter en viss spärrtid) leder till en minskning i kapitalbildningen jämfört med alternativet utan individuella, säljbara andelar. Utgångspunkten för detta resonemang är att det ligger ett element av tvångssparande i avsättningarna till fonduppbyggnaden; för löntagare med liten eller ingen positiv nettoförmögenhet och/eller med hög marginell konsumtionsbenägenhet skulle alternativet till fondavsättningen ha varit (huvudsakligen) ökad konsumtion. Genom att fondandelarna görs individuella och säljbara kommer den konsumtionen förr eller senare att äga rum – det blir bara fråga om en viss förskjutning i tiden – och någon större effekt på den *totala* kapitalbildningen skulle inte uppnås. Oavsett verkningarna på den totala kapitalbildningen innebär dock tillskapandet av ett fondsystem med säljbara andelar att *riskkapitalet* blir större inom ramen för en (med individuella andelar oförändrad?) total kapitalbildning.

För löntagare med större förmögenhet och/eller med låg marginell konsumtionsbenägenhet skulle alltså alternativet till fondavsättningen ha varit (huvudsakligen) ökat sparande. Denna kategori ger därför inget *större* bidrag till den totala kapitalbildningen genom att delta i fonduppbyggnaden, möjligen får de en litet annorlunda riskprofil i sina privata förmögenheters sammansättning. Den kan dock i princip korrigeras genom omplaceringar av bl. a. fondandelar.

Det tvångssparande, som eventuellt kan ske genom fondsystemet, måste alltså väsentligen ske bland de människor, som har en relativt svag

¹ Samtidigt är det klart att värdet av fondandelar som en privat kapitaltillgång i betydande utsträckning sammanhänger med deras potential som likviditetsförstärkning.

förmögenhets- och inkomstställning. Samtidigt är det naturligtvis just dessa människor, som är snarast att sälja sina fondandelar. Därtill kommer att man måste ifrågasätta värdet av fondandelar som signaler beträffande fondledningens kompetens om huvudanledningen till att de säljs är låga inkomster hos löntagaren snarare än en kritisk syn på fondledningens agerande.

Ett fjärde argument mot individuella andelar är att det aktualiserar den besvärliga frågan om fondandelarna skall vara proportionella mot de bidrag som olika löntagare via sina olika löner lämnat till fonduppbyggnaden eller om fondandelarna skall vara lika stora för alla. Väljer man det förra alternativet riskerar låglönegruppernas löntagare att bli utpekade som "småfondandelsägare" och omvänt för höglönegrupperna. Väljer man det senare alternativet kan solidariteten mellan löntagargrupper på olika nivåer sättas på hårda prov. Genom att avstå från individuella andelar undviker man båda problemen.

Ett femte argument mot individuella andelar kan vara att – oavsett om man stannar för avsättningsproportionella eller lika stora fondandelar – så blir utfallet av fondandelarna sannolikt olika i olika fonder, dvs. somliga innehavare av fondandelar får en snabbare "förmögenhetsökning" än andra, av orsaker som de inte själva har kontroll över. Det skulle man kanske kunna komma åt genom att införa något slags garanti för fondandelarnas värdemässiga utveckling. Men detta skulle – förutom att det skulle komplicera fondsystemet – i stor utsträckning sabotera signalfunktionen hos de individuella andelarna.

Alla de argument mot individuella andelar som nu diskuterats har att göra med svårigheterna att finna sådana former för "utportioneringen" av individuella andelar att det värde det kan ha för många att kunna disponera en kapitaltillgång inte motvägs av välfärdsförluster på andra områden som kapitalbildning och förmögenhetsfördelning. Vi övergår nu till att diskutera olika synpunkter på individuella andelar i samband med deras tilltänkta signalfunktion.

Signalfunktionen. Ett av huvudsyftena med individuella andelar skulle alltså vara att ledningarna för de olika fonderna övervakades av marknaden. Innehavare av fondandelar i fonder, vilkas placeringspolitik de av något skäl ogillade, skulle kunna sälja dessa andelar, vilket skulle sänka deras marknadsvärde och därmed även sätta fondledningen under press. Därigenom skulle fondledningen få incitament till en mer aktiv – och effektiv – placeringsverksamhet. Är det en rimlig bild av hur det kommer att bli?

En första synpunkt på fondandelarnas eventuella betydelse som signaler är att den roll aktiemarknaden spelar för att *utpeka* vilka företag som kan – och inte kan – nyemittera aktier till acceptabla kostnader *inte* med säkerhet blir aktuell för fonderna. Om fonderna "automatiskt" förses med nya medel via centralt uppsamlade avsättningar och inte anskaffar sitt riskkapital i decentraliserade former direkt på kapitalmarknaden så minskar naturligtvis signalfunktionen över huvud taget i betydelse. Ett sätt att ändå ge de individuella fondandelarna en viss betydelse vore att på något sätt knyta tilldelningen till de olika fonderna av centrala medel till marknadsvärdet hos fondandelarna i olika fonder. Tänker man sig ett tak för hur stor varje fond får bli stängs dock även denna utväg tämligen snart.

En andra synpunkt på fondandelars möjligheter att fungera som signaler

för fondledning och kapitalmarknad sammanhänger med att fonderna enligt modellen för det 'ideala' fondsystemet ovan bör inrikta sig på att minska ägandekoncentrationen och åstadkomma största möjliga avkastning. Det betyder att om innehavarna av individuella andelar i sin bedömning av olika fonders framtidsmöjligheter utgår ifrån enbart avkastningsmöjligheterna så kan signalerna bli missvisande – om nämligen placeringarna i syfte att minska ägandekoncentrationen inte är identiska med dem, som skulle ge högsta möjliga avkastning på placerat kapital.

En tredje synpunkt på fondandelars möjligheter att fungera som signaler för fondledning och kapitalmarknad sammanhänger med frågan, vilka *praktiska* möjligheter den typiska, tänkte innehavaren/innehavarinnan av fondandelar skulle ha att göra egna, oberoende bedömningar av de olika fondernas framtidsmöjligheter och av fondledningarnas olika förmåga att ta vara på dem. I avsnitt 1 ovan skrevs: "För att det skall vara möjligt för dem som vill vara med på aktiemarknaden att få någon precision i bedömningen av företagets framtidsutsikter tänker vi oss här att de företag som uppträder på vår modellaktiemarknad endast tillverkar *någon eller några väldefinierade produkter*. Då blir företagets resultat och marknadens möjligheter mer "genomskinliga"."

I praktiken är det tvivelaktigt om fondandelarna kan uppnå någon högre grad av "genomskinlighet". Varje fondandel motsvarar ju en bråkdel av det samlade aktievärdet hos ett flertal företag, som vart och ett troligen tillverkar ett flertal olika produkter. Det gör det svårt för en fondandelsinnehavare att relatera sina eventuella kunskaper om framtidsutsikterna för en viss produkt till förändringar i resultatet för fondförvaltningen av flera företags aktier: om fondandelsinnehavaren räknar med att en viss produkt kommer att få svårigheter, så kan han – eller hon – också gissa att – om bara fondens aktieinnehav täcker ett tillräckligt brett "sortiment" av produkter – några produkter också kommer att lyckas oväntat bra. Den riskutjämning som en fond automatiskt uppnår genom att vara stor (och som delvis är en förutsättning för att den skall kunna ta risker) hotar uppenbarligen signalfunktionen. Avståndet mellan förutsedda förändringar i individuella "produktframtider" i enstaka företag och i marknadsvärdet hos fondandelarna i fonder som deläger dessa företag blir alltför långt för att signalfunktionen skall kunna fungera väl.

Ett närbesläktat problem gäller den s. k. monitorfunktionen, dvs. i detta fall fondandelsinnehavarnas rättighet (och skyldighet?) att på en eventuell fondstämma aktivt ingripa och kritisera fondledningens placeringspolitik om det anses motiverat. Redan tidigare har det påtalats, vilka problem som kan uppstå om monitorfunktionen skall utövas av ett stort antal mycket små aktie- eller fondandelsägare: om ingen är tillräckligt stor för att själv ta initiativ är det också osäkert om några vill ta på sig de kostnader som alltid är förbundna med att bilda koalitioner etc. inför stämman. Det problemet gäller i eminent grad centrala fonder av det slag som här diskuteras eftersom det av flera skäl ter sig orimligt att tänka sig någon sorts ägandekoncentration vad gäller innehavet av fondandelarna.

Om det nu visar sig vara svårt att via individuella andelar få signalfunktionen att fungera väl blir frågan om "övervakningsjobbet" kan göras bättre med någon annan teknik. Skulle det räcka med att ålägga fondförvaltning-

arna stor öppenhet i resultatredovisningen så att verksamheten kunde bli föremål för offentlig debatt och kritik? Vilka skulle ha intresse av att – efter kanske kostsamma förstudier – delta i den debatten, utan att kunna vara säkra på att den kritiserade placeringspolitiken faktiskt ändras? Skulle det inte i så fall vara bättre att – med bibehållande av kravet på stor öppenhet i redovisningen – inrätta ett slags årliga fondstämmor, där debatten och kritiken kunde institutionaliseras och efterrättelsen följas upp? Beträffande sammansättningen hos en sådan fondstämma föreligger redan förslag, t. ex. idén om en "fjärde" valsedel. Frågan är emellertid om det inte – med hänsyn till signalfunktionens (och monitorfunktionens) betydelse – vore värdefullt att också få ekonomisk sakkunskap representerad vid fondstämman. Det skulle kunna ske genom att olika organisationer – fackliga och andra med utredningsavdelningar bakom sig – fick rätt att yttra sig – och rösta? – på stämman.

Det tredje argumentet för individuella andelar är alltså att "de tänkbara placeringsalternativen på kapitalmarknaden utökas med ännu ett: andelar i centrala fonder, som verkar för att minska ägandekoncentrationen och som har en hygglig riskspridning". Tanken är helt enkelt att sedan man utifrån medborgarintresset enats om värdet av att av olika skäl inrätta centrala kapitalfonder ("majoritetsbeslut"), så kan man anse att människors olika vilja att delta i dessa kapitalfonder borde få komma till uttryck i en rättighet att sälja och köpa fondandelar ("kontraktsrätt"). Man kan stödja en politik som går ut på att minska ägandekoncentrationen utan att för den skull vara beredd att bidra med finansiella resurser till en sådan politik. Man kan också tänka sig att en del människor är villiga att bidra med mer till fonden än andra etc. Då skulle ingen svensk medborgare från början vara diskvalificerad från att ha ett intresse av vad som händer med fonderna.

Motargumentet mot detta tredje argument för individuella andelar utgår ifrån en tudelning av fondsystemets tänkta uppgifter, den att minska ägandekoncentrationen och den att åstadkomma största möjliga avkastning. Om det verkligen är ett medborgarintresse att ägandekoncentrationen minskar (och kapitalmarknaden effektiviseras) så bör alla också i *den delen* ta konsekvenserna och stödja fonderna och alltså inte kunna protestera genom att hoppa av. Vad gäller intresset hos potentiella kapitalplacerare att få avkastning på sina pengar finns det i dag en växande skara av aktiefonder, som i fråga om risknivå och avkastningsmöjligheter sannolikt ligger ganska nära de tillämnade fonderna.

Sammanfattningsvis finns det alltså flera viktiga invändningar mot att konstruera ett fondsystem med individuella andelar i de centrala fonderna. De betyder inte att huvudargumenten för individuella andelar – förmögenhetsargumentet och signalargumentet – är helt neutraliserade. Men det är svårt att se att alternativet med individuella andelar skulle representera någon *klar* välfärdsvinst jämfört med alternativet utan. Att finna lämpliga former för att bevaka medborgarintresset av en effektiv fondförvaltning med konkurrens mellan de olika fonderna förblir ett svårt problem.

2.2 "Medborgarfonder" contra "idealfonder" (enl. 1.5)

I avsnittet ovan har vi diskuterat i vilken utsträckning det 'ideala' fondsystem, som skisserades i avsnitt 1.5, kunde tänkas stå i samklang med vad som här något lösligt kallats medborgarintresset. Vi fann att flera av de verkningar som det 'ideala' fondsystemet kunde tänkas få borde kunna anses motsvara medborgarintressen – det gällde systemintresset, maktspridningsintresset, effektivitetsintresset och kapitalplaceringsintresset.

Ett *första* krav på en fondreform utifrån systemintresset var *överblickbarhet*, dvs. fondernas omfattning måste i förväg *begränsas* och deras arbetsmetoder så långt möjligt *preciseras*.

En *andra*, naturlig modifikation eller snarare komplettering av det 'ideala' fondsystemet blev att bemanna fondstyrelserna med representanter för medborgarintresset, partifolk, organisationsfolk från olika håll och andra som skulle hålla ett särskilt öga på maktspridningsintresset.

En *tredje* modifikation gällde möjligheterna att – som i modellen – använda sig av individuella andelar för att tillgodose dels kapitalplaceringsintresset, dels effektivitetsintresset. Som diskussionen ovan visat är det osäkert om individuella andelar i centrala fonder verkligen kan tillgodose dessa intressen utan att samtidigt komma i konflikt med andra (särskilt förmögenhetsfördelningsintresset) på ett sätt som är förenligt med medborgarintresset. Därför har vi inte uteslutit alternativ till individuella fondandelar (i centrala fonder). Övervakningsfunktionen gentemot fondledningarna skulle kanske kunna övertas av en fondstämma, vars representanter – liksom fondstyrelsens – bör rekryteras ur breda medborgargrupper. Ett viktigt krav synes dock vara att representationen här utformas på ett sådant sätt att ekonomisk sakkunskap kommer till tals på stämman – detta för att särskilt bevaka effektivitetsintresset.

2.3 Löntagarintresset

Utgångspunkten för detta avsnitt är att det finns ett "löntagarintresse" som kan specificeras på något sätt. Detta löntagarintresse stämmer ibland överens med medborgarintresset, men kan också komma i konflikt med det. Syftet med detta avsnitt är att utifrån en enkel specifikation av löntagarintresset diskutera om och hur man skulle kunna modifiera de medborgarfonder som skisserades i föregående avsnitt så att löntagarintresset tillgodoses bättre utan att för den skull medborgarintresset förbises.

Ett huvudintresse för löntagarna – både för dem som har och för dem som inte har arbete – är naturligtvis att produktionssystemet skall bereda *sysselsättning* åt alla. Det är samtidigt ett medborgarintresse: huvuddelen av alla medborgare är ju löntagare och de som inte är det – främst barn och pensionärer – har allt intresse av att arbetskraftsresurserna utnyttjas fullt ut. Det är välbekant att den svenska marknadsekonomi – trots en stor och växande offentlig sektor – haft och har påtagliga svårigheter att tillgodose detta löntagarintresse. Frågan är nu om det medborgarfondsystem, som nyss skisserats, kan modifieras på ett sådant sätt att löntagarnas sysselsättningsintresse främjas utan problematiska biverkningar. 'Medborgarfonder' kan

redan före eventuella modifikationer sägas främja sysselsättningsintresset på flera olika sätt. Om vi grovt delar upp sysselsättningsproblemet i en långsiktig, strukturell och en kortsiktig, konjunkturrell del kan det hävdas att i den mån 'medborgarfonderna' innebär en effektivisering av kapitalmarknaden (och därmed av kapitalallokeringen) bör detta främja tillväxt och sysselsättningsmöjligheter på lång sikt samtidigt som minskningen i ägandekoncentrationen bör öka handlingsfriheten i den offentliga ekonomiska politiken (konjunkturpolitiken, regionalpolitiken), vilket bör öka sysselsättningsmöjligheterna också på kort sikt.

Utifrån en intressentprincip skulle man kunna hävda att eftersom det är löntagarna som först och främst via sysselsättningsmöjligheterna får ta konsekvenserna av fondledningarnas placeringsverksamhet så borde de – och deras organisationer – också ha ett avgörande inflytande i fondstyrelserna. Då skulle incitamentet bli starkast att övervaka fondledningens arbete. Frågan är emellertid om det går att förena löntagardominerade fondstyrelser med kravet på inbördes konkurrens mellan fonderna. Hur skall fonderna kunna föra en aktiv placeringspolitik och flytta kapitaltillgångar från ett företag till ett annat om fondstyrelserna domineras av löntagarrepresentanter?¹ Om en fond minskade sitt aktieinnehav i ett företag till förmån för aktier i ett annat skulle detta ses som ett misstroende bland löntagarna i det förra företaget och de skulle ställa löntagarrepresentanten i fondstyrelsen till svars för detta etc. Det förefaller troligt att en fondstyrelse, som *inte* dominerades av löntagarrepresentanter, skulle få lättare att föra en aktiv placeringspolitik. Att en sådan aktiv placeringspolitik förs antas vara såväl ett medborgarintresse som ett löntagarintresse. Vad beträffar det kortsiktiga sysselsättningsintresset förefaller det mindre välbetänkt att fonderna ägnar sig åt att finansiera företag med akuta lönsamhets- och sysselsättningsproblem. Den sortens problem hanteras sannolikt bäst via en statlig arbetsmarknads- och näringspolitik. Men en viktig poäng med fonderna är att de kan utnyttjas för att minska ägandekoncentrationen samtidigt som löntagarkollektivet introduceras som delägare. Det bör, som redan framhållits, öka handlingsfriheten i den ekonomiska politiken, vilket bör öka möjligheterna att upprätthålla en hög och jämn sysselsättningsnivå.

Ett andra huvudintresse för löntagarna är att *reallöneutvecklingen* blir så god som möjligt. En viktig förutsättning för det torde vara en väl fungerande kapitalmarknad, där en mångfald kapitalplacereare – bland dem inte minst fonderna – hela tiden aktivt söker och reagerar på ny information om framtiden. De krav man kan vilja ställa på fondsystemet utifrån detta intresse överensstämmer i stor utsträckning med dem, som just diskuterats med utgångspunkt i det långsiktiga sysselsättningsintresset: fondsystemet bör utformas så att en aktiv placeringspolitik blir möjlig.

Ett tredje huvudintresse för löntagarna är att *arbetsmiljön* i vid mening – både den fysiska och den psykosociala – förbättras. Den nya arbetsmiljölagen och medbestämmandelagen kommer visserligen att öka löntagarnas möjligheter att verka för en bättre arbetsmiljö. Samtidigt är det klart att dessa möjligheter också på ett väsentligt sätt beror av löntagarnas möjligheter att i egenskap av delägare i företaget utöva inflytande över investeringspolitiken – via bolagsstämma och styrelse. De verkliga genom-

¹ Svårigheterna för fonderna att föra en aktiv placeringspolitik accentueras av kravet – som ställts i samband med 4:e AP-fondens verksamhet – att "marknadsstörningar" inte uppstår i form av t. ex. kraftiga kursstegringar till följd av fondernas aktieköp. Beträffande den fjärde AP-fondens aktieinnehav skriver 1968 års kapitalmarknadsutredning: "I praktiken torde därför i portföljen ineliggande aktier i stort sett få betraktas som frusna." (SOU 1972:63, s. 73.)

brotten i fråga om arbetsmiljön sker ofta i samband med större nyinvesteringar. Därför är det lämpligt att den *lokala löntagarorganisationen* på bolagsstämman i sitt företag får disponera de röster som fondens (eller fondernas) aktier i företaget representerar.

Ett inom-fackligt fördelningsproblem skymtar här, om nämligen löntagarna i de företag där de centrala fonderna *inte* placerat några pengar (eller smärre belopp) känner sig missgynnade jämfört med löntagarna i de företag där fonderna gått in med större insatser. Alla löntagare har ju bidragit till fonduppbyggnaden solidariskt (vid lönebaserade avgifter) – borde då inte alla då också bli lika delaktiga i avkastningen (t. ex. i form av ökade möjligheter att via bolagsstämma och styrelse påverka investeringspolitiken)?

Svaret på frågan beror i hög grad av vad man anser fondsystemets "huvudavkastning" vara. Enligt de resonemang som förts ovan utgörs den av *dels* en minskad ägandekonzentration i det svenska näringslivet, *dels* (förhoppningsvis) en effektivisering av kapitalmarknaden i samband med det nytilflöde av riskkapital som av många anses nödvändigt för att klara viktiga långsiktiga mål för den svenska ekonomin. Det kan hävdas att de allra flesta blir delaktiga i den avkastningen.

Att det i strävandena att nå dessa mål kan uppstå rättviseproblem är uppenbart för alla, men de bör då ses i ett större perspektiv. Om en fond går in med en större¹ kapitalinsats i ett företag än i ett annat kan det – enligt den placeringspolitik som föreslagits ovan – bero på endera att ägandekonzentrationen i det förra företaget är högre eller att dess framtidsmöjligheter bedöms större.

Om den större placeringen motiverats av koncentrationsaspekten finns det knappast några skäl till invändningar från andra löntagare. Innebörden av placeringen är ju att ägandekonzentrationen utjämnas – det som för några ser ut som en orättvisa är alltså i själva verket en utjämning!² Att rösträtten för de aktier, som en fond äger i ett företag, utövas av de anställda vid det företaget kan de övriga i löntagarkollektivet knappast ha något emot. Risken att den fackliga makten via fondkapitalet missbrukas i lokalegoistiskt intresse motverkas sannolikt av vetskapen att kapitalet tillhör hela löntagarkollektivet. Dessutom måste den lokala fackliga organisationen räkna med att en central fond kan sälja delar av sitt innehav i företaget. (I praktiken kommer detta förmodligen att yttra sig i att någon av de centrala fonderna väljer att *inte öka* på sitt aktieinnehav i just det företaget, utan i stället satsar pengar i andra företag.)

Om den större placeringen i stället motiverats av att företagets framtidsmöjligheter bedömts mer positivt än för andra företag kan löntagarna i de missgynnade företagen känna sig orättvist behandlade. Sådana situationer är dock oundvikliga om de centrala fonderna skall bedriva någon sorts avkastningsinriktad placeringspolitik. Det är genom en effektiv kapitalallokering fondsystemet skall ge sin huvudavkastning – och det gynnar alla. Det skulle omöjliggöras om det förutsattes att alla löntagare, företag och branscher behandlades "lika" av de centrala fondledningarna – oberoende av framtidsutsikterna. Kanske ligger det också en viss logik i kopplingen mellan de centrala fondernas aktieinnehav i företagen och löntagarnas därpå grundade inflytande: ju större fondens aktieinnehav – och därmed framtids-

¹ Större i förhållande till det totala aktiekapitalet.

² Hur inflytandet över företaget kan komma att förskjutas till följd av en minskad ägandekonzentration – med löntagarfonder som nya delägare – mellan anställda, aktieägare och företagsledning är en viktig och svårbesvarad fråga. Vi gissar att de anställda vinner mest (genom att bli mindre beroende av en stor aktieägare och få rösträtt på stämman), därnäst företagsledningen (som också "blir av med" en stor aktieägare, men sannolikt får mindre svängrum gentemot de anställda) och därnäst småaktieägarna (som också blir av med en storaktieägare, eller rättare, får ännu en att ta hänsyn till).

tro på företaget – desto viktigare att de anställda kan vara med och besluta om investeringspolitiken! Men det kan inte förnekas att det finns en problematisk spänning mellan å ena sidan önskemålet om en aktiv, effektivitetsorienterad placeringspolitik och å andra sidan önskemålet att löntagarinflytandet skall växa likformigt i alla företag.

Allt detta aktualiserar frågan om löntagarintresset av ett reellt inflytande på investeringspolitiken kan råka i konflikt med medborgarintresset (och konsumentintresset). Man kan teoretiskt tänka sig fall där den lokala löntagarorganisationen utnyttjar sitt inflytande över investeringspolitiken i företaget till exempelvis onödigt kostsamma förbättringar av arbetsmiljön. Men i det alldeles övervägande flertalet fall bör de ökade möjligheterna för löntagarna att påverka investeringspolitiken i företagen ses som ett sätt att förfinna eller "demokratisera" den ekonomiska beslutsprocessen – det finns ju, som nyss nämnts, motkrafter i den centrala fonden. Om löntagarna genom sitt ökade inflytande får bättre förutsättningar att göra avvägningar mellan, säg, förbättrad arbetsmiljö och höjd kontantlön, bör det därför samtidigt kunna ses nästan som ett medborgarintresse.

Företagsanknutna fonder eller inte. Ett sätt att komma åt det rättviseproblem som tenderar att uppstå i ett fondsystem med avkastningsinriktade centrala fonder vore att i stället bygga upp löntagarfonder i varje företag på grundval av de avsättningar (ur vinst och/eller löner) som skett vid det företaget. Då skulle alla lokala löntagarorganisationer garanteras inflytande via bolagsstämma och styrelse.

Mot en sådan ordning finns åtminstone tre invändningar. För det *första* skulle det inflytande som de anställda skulle kunna tillvinna sig i ett företag i hög grad bero av ägarstrukturen i företaget i utgångsläget. Om det funnes en dominerande aktieägare skulle löntagarinflytandet kanske inte på länge bli av verklig betydelse. Omvänt, om ägandet vore relativt väl spritt från början skulle den lokala löntagarfonden snabbt kunna bli dominerande på bolagsstämman. "Lika avsättningar" till lokala löntagarfonder skulle alltså inte heller innebära "lika löntagarinflytande". Med centrala fonder får löntagarkollektivet däremot en möjlighet att aktivt arbeta på att utjämna skillnaderna i ägandekoncentration mellan olika företag.

Den *andra* invändningen mot lokala fonder utgår från effektiviteten. Det är inte säkert att det kapital som genererats inom ett visst företag också får sin bästa användning genom att användas som riskkapital i samma företag. Genom att samla upp fondmedlen centralt och låta fondernas sökande efter "bästa möjliga" placering ske över hela företagssektorn kan löntagarkollektivet sannolikt få högre avkastning på sina gemensamma medel än genom lokala fonder.

Det *tredje* argumentet mot lokala fonder är besläktat med det nyssnämnda. Det bygger på att lokala löntagarfonder innebär ett onödigt kraftigt risktagande ("kapitalplaceringsfunktionen") för många av löntagarna ("den dubbla risken"). Genom att fondmedlen i stället samlas upp centralt kan riskspridningen öka så att den individuella löntagaren får ett lägre risktagande. Samtidigt utjämnas skillnaderna i risktagande mellan anställda i olika företag.

Vill man trots liknande invändningar ändå tillskapa företagsvisa löntagarfonder kunde de kanske göras frivilliga. Frågan är emellertid om inte sådana

lösningar lätt kommer i konflikt med löntagarintresset på så sätt att de kan göra det svårare att hålla samman löntagarorganisationerna.

Branschfonder. Samma argument som nyss riktats mot lokala löntagarfonder kan riktas också mot branschfonder, låt vara att dessa rimligtvis borde ha bättre förutsättningar än rent lokala fonder att motarbeta ägandekonzentration och öka riskspridningen. Förbättringarna skulle dock sannolikt bli rätt marginella.

Viktigare är de effektivitetsproblem som skulle kunna uppstå med branschfonder. Branschfonder uppbyggda av "löntagarmedel" måste rimligen bemannas med fackförbundsrepresentanter. Kan de föra en aktiv placeringspolitik och flytta om fondmedel från "problemföretag" till "framtidsföretag", när de hela tiden vet att den lokala löntagarorganisationen vid problemföretagen kommer att hävda att just de har behov av kapitalinsatser för att sysselsättningen skall kunna räddas (understödda av övriga kapitalägare som vill försöka rekonstruera företagen)? Ledningen för branschfonden skulle hela tiden befinna sig i en förhandlingssituation gentemot medlemmarna i de lokala löntagarorganisationerna. Alldeles bortsett ifrån att alla de diskussioner och förhandlingar som måste föras tar tid och drar resurser från annat är det inte otänkbart att branschfonder kan innebära påfrestningar för den fackliga sammanhållningen. Det kan inte vara något löntagarintresse. En förutsättning för att en aktiv placeringspolitik skall kunna föras är nog att de som har att föra politiken i någon mening står fria mot dem i vilkas långsiktiga intresse politiken förs.

Men borde inte branschfondens uppgift just kunna vara att rycka in när branschen har problem? Knappast – fondmedlen är ju (enligt den förutsättning vi arbetar med) bundna i aktier, som inte utan olägenhet kan säljas för att finansiera ökad sysselsättning. Sådana aktioner skulle dessutom inte förslå långt. I stället för att ge fonderna rollen av hjälpgumma bör det offentliga också i fortsättningen sköta arbetsmarknadspolitik. Detsamma gäller näringspolitik och strukturomvandling, där ju ofta hela bygder är inblandade på ett sätt som gör övergripande insatser naturliga.

På litet längre sikt, när branschfonden hunnit etablera sig som betydande ägare i huvuddelen av branschens företag, uppstår nya problem. Då skapar samägandet förutsättningar för ett gemensamt agerande i de samägda företagen. I den mån sådana aktioner innebär att branschkarteller o. d. bildas torde det strida mot konsumentintresset. Ingen kan naturligtvis med säkerhet säga att så kommer att ske, men det finns en risk – och den är ett argument mot branschfonder.

Ett argument, slutligen, som kanske helt punkterar tanken på branschfonder utgår från de offentliganställdas situation om de medverkar i uppbyggnaden av centrala fonder. De kan av naturliga skäl inte bilda branschfonder och skulle därför hamna utanför ett fondsystem, som byggde på sådana. Däremot borde de offentliganställda kunna intresseras för centrala fonder, som syftar till att säkra riskkapitalförsörjningen till den enskilda sektorn (systemintresset), minska ägandekonzentrationen där (maktspridningsintresset) samt att effektivisera kapitalmarknaden (effektivitetsintresset).

2.4 "Löntagarfonder" contra "Medborgarfonder" (enl. 2.1)

I avsnittet ovan har vi diskuterat i vilken utsträckning det medborgarfondssystem, som skisserades i avsnitt 2.1, kunde tänkas stå i samklang med vad som här något lösligt kallats löntagarintresset. Vi fann att flera av de verkningar som medborgarfondssystemet kunde väntas få borde ligga i linje med olika löntagarintressen – det gällde sysselsättningsintresset, reallöneintresset och maktspridningsintresset.

En modifikation av 'medborgarfondssystemet' befanns dock värd att prövas: i stället för att låta fondledningen utöva monitorfunktionen i de företag, där fonder äger aktier, borde de anställda i företaget få utnyttja fondaktiernas rösträtt för att påverka t. ex. investeringspolitiken (arbetsmiljöintresset m. m.). Ett begränsat sådant lokalt löntagarinflytande borde kunna förfinas och demokratisera den ekonomiska beslutsprocessen utan att komma i konflikt med "medborgarintresset".

Branschfonder avvisades främst med hänvisning till effektivitetsaspekten, men också utifrån de rättviseproblem de kan förorsaka visavi de offentliganställda.

Likaså avvisades företagsvisa fonder av flera skäl; både effektivitets- och jämlikhetsaspekter spelade här in.

3 En tänkbar typmodell – kort sammanfattning

Med utgångspunkt i ett antal förenklande – men inte orealistiska – antaganden har denna rapport velat presentera *ett* sätt att närma sig frågan hur ett löntagarfondssystem skulle kunna utformas.

Grundläggande är antagandet, att det centralt byggts upp betydande kapitalfonder, som förutsätts placeras i aktier i svenska aktiebolag. En naturlig första uppgift blir då att diskutera aktiers och aktiemarknadens funktioner. Frågan ställs om fondsystemet kan utformas på ett sådant sätt att aktie- och kapitalmarknaden kan fås att fungera bättre i vissa avseenden. Två huvudkonstateranden görs: för det första, att det föreligger en kraftig ägandekoncentration och att denna riskerar att försvaga aktiernas signalfunktion och därmed effektiviteten på kapitalmarknaden; för det andra att den allt svagare soliditeten i svenskt näringsliv – vad den än beror på – gör aktiernas kapitalförsörjningsfunktion viktig.

För att minska ägandekoncentrationen och öka konkurrensen på aktie- och kapitalmarknaden föreslås att de centralt uppsamlade fondmedlen fördelas på flera (centrala) fonder, som är tillräckligt stora för att ta upp kampen med nuvarande storägare och få en rimlig riskspridning i sina engagemang, men inte så stora att de själva blir nya dominanter på aktiemarknaden. Till den ändan är det viktigt att de centrala fonderna konkurrerar inbördes.

Placeringspolitiken skulle alltså gå ut på att minska ägandekoncentrationen. Men därutöver skall fonderna hela tiden eftersträva högsta möjliga avkastning på sina placeringar. Det förutsätter en kompetent verkställande ledning, som i vanlig ordning övervakas av aktieägarna, i detta fall löntagarna, som äger individuella, säljbara andelar i fonderna, andelar som alltså kan köpas av vem som helst (med vissa restriktioner).

I denna utformning, där hänsyn tagits endast till önskan att få *aktie- och kapitalmarknaden* att fungera bättre, kan fondsystemet närmast liknas vid ett slags löntagarinvestmentbolag, som dock – till skillnad från vanliga investmentbolag – också arbetar på att minska ägandekoncentrationen.

Nästa steg blir att introducera "medborgarintresset". Det leder till vissa modifikationer av det rent marknadsorienterade fondsystemet. För det första införs fondstyrelser, som rekryteras på bred, medborgerlig grund; en huvuduppgift för dem blir att bevaka maktspridningsintresset. För det andra föreslås att alternativ till individuella andelar i fonderna prövas; bevakningen av "effektivitetsintresset" kan kanske övertas av en öppen debatt på en

fondstämma, där representanter för medborgarintresset och löntagarorganisationerna och många andra intressenter deltar.

Det sista steget blir att introducera "löntagarintresset". Det kan motivera att den lokala löntagarorganisationen får utöva rösträtten för de centrala fondernas aktieinnehav i företaget. I övrigt torde löntagarintresset på väsentliga punkter – t. ex. i fråga om maktspridningsintresset och effektivitetsintresset – stämma väl överens med vad som här kallats medborgarintresset. Det vore därför fel att i vad som här kallats medborgarfonder läsa in intressen riktade mot löntagarintresset.

Slutsats

Många, centrala, konkurrerande fonder som i förväg avgränsas ordentligt ifråga om såväl antal som omfattning.

Placeringspolitik inriktad på *dels* att minska ägandekoncentrationen, *dels* att åstadkomma högsta möjliga avkastning.

Individuella andelar och/eller kollektivt ägande.

Placeringsverksamheten, dvs. fondledningen, övervakas vid kollektivt ägande av en "medborgerlig" fondstyrelse och en öppen fondstämma, där löntagarorganisationerna och alla andra intressenter skall komma med kritik.

Den lokala löntagarorganisationen utövar rösträtten vid bolagsstämman för fondernas aktieinnehav i företaget.

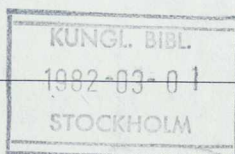
Referenser

- Alchian, A. och H. Demsetz*, 1972, Production, Information Costs and Economic Organization, *American Economic Review*, Vol. 62, s. 777–795
- Forsgren, B. och O.*, 1972, Vem äger vad i svenskt näringsliv? Andra omarb. uppl. Uppsala
- Forsgårdh, L-E. och K. Herten*, 1975, Information, förväntning och aktiekurser – en studie av den svenska aktiemarknaden, Stockholm
- Kapitalmarknadsutredningen*, SOU 1972:63, Näringslivets försörjning med riskkapital från allmänna pensionsfonden, Stockholm
- Kollektiv kapitalbildning genom löntagarfonder*, 1976, Rapport till LO-kongressen, Lund
- Koncentrationsutredningen V*, SOU 1968:7, Ägande och inflytande inom det privata näringslivet
- Långtidsutredningen*, LU 80, SOU 1980:52, Huvudrapport, Stockholm
- Ståhl, I.*, 1976, Ägande och makt i företagen, *Ekonomisk Debatt*, nr 1
- Ägandet i det privata näringslivet*, SIND 1980:5 (statens industriverk), Stockholm

Statens offentliga utredningar 1981

Kronologisk förteckning

1. HS 90: Hälsorisker. S.
2. HS 90: Ohälsa och vårdutnyttjande. S.
3. HS 90: Hälso- och sjukvård i internationellt perspektiv. S.
4. HS 90: Utgångspunkter och riktlinjer för det fortsatta arbetet. S.
5. Ny arbetstidslag. A.
6. Översyn av lagen om församlingsstyrelse. Kn.
7. Lag om vård av missbrukare i vissa fall. S.
8. Översyn av sjölagen 1. Ju.
9. Enhetligt huvudmannaskap för höskolan. U.
10. Datateknik i verkstadsindustrin. I.
11. Datateknik i processindustrin. I.
12. Inrikesflyget under 1980-talet. K.
13. Närradio. U.
14. Reformerat kyrkomöte, kyrklig lagstiftning m. m. Kn.
15. Grundlagsfrågor. Ju
16. Film och TV i barnens värld. U.
17. Industrins datorisering. A.
18. Minskat tobaksbruk. S.
19. Översyn av radiolagen. U.
20. Omprövning av samvetsklausulen. Kn.
21. Internationellt patentsamarbete III. H.
22. Sjukersättningsfrågor. S.
23. Tekniska hjälpmedel för handikappade. U.
24. Socialförsäkringens datorer. S.
25. Bra daghem för små barn. S.
26. Omsorger om vissa handikappade. S.
27. Omsorger om vissa handikappade. Sammanfattning, lagförslag, specialmotiveringar. S.
28. Turism och friluftsliv. Det centrala myndighetsansvaret. Jo.
29. Forskningens framtid. U.
30. Forskarutbildningens meritvärde. U.
31. Avtalsvillkor mellan näringsidkare. Ju.
32. Fluor i kariesförebyggande syfte. S.
33. Effekter av investeringar utomlands. I.
34. Fristående skolor för skolpliktiga elever. U.
35. Sjukresor. S.
36. Begravningsverksamheten. Kn.
37. Företags obestånd II. B.
38. Om hets mot folkgrupp. A.
39. Svenk krigsmaterielexport. H.
40. Prisreglering mot inflation? H.
41. Prisreglering mot inflation? Bilagor 1–6. H.
42. Prisreglering mot inflation? Bilagor 7–12. H.
43. De internationella investeringarnas effekter. I.
44. Löntagarna och kapitaltillväxten. Slutrapport. E.
45. Nya medier – text-TV, teledata. U.
46. Ändringar i förvaltningslagen. Ju.
47. Hyresgästinflytande på målning och tapetsering. Bo.
48. Telubaffären. Ju.
49. Den svenska psalmboken. Band 1. Kn.
50. Den svenska psalmboken. Band 2. Kn.
51. Den svenska psalmboken. Band 3. Kn.
52. Den svenska psalmboken. Band 4. Kn.
53. Stockholms kommunala styrelse. Kn.
54. Kooperativa företag. I.
55. Video. U.
56. Bibeln. Nya testamentet. U.
57. Djurens hälso- och sjukvård. Jo.
58. Samverkan vid uppgiftslämnande. B.
59. Datateknik i industriproduktionen. I.
60. Kooperationen i samhället. I.
61. Familjepensionen. S.
62. Familjepensionen. Sammanfattning. S.
63. Samhället och samlingslokalerna. Bo.
64. Våldtäkt. Ju.
65. Svenska kyrkans gudstjänst. Band 5. Kyrkliga handlingar. Kn.
66. Svenska kyrkans gudstjänst. Bilaga 3. Kyrkliga handlingar. Vägen in i kyrkan. Dop, konfirmation, kommunion – aktuella liturgiska utvecklingslinjer. Kn.
67. Svenska kyrkans gudstjänst. Bilaga 4. Kyrkliga handlingar. Äktenskap och vigsel i dag – Liturgiska utvecklingslinjer. Kn.
68. Svenska kyrkans gudstjänst. Bilaga 5. Kyrkliga handlingar. Döendet, döden och begravningsgudstjänsten. Kn.
69. Pris på energi. I.
70. Arbeta eller pensionering. A.
71. Prostitutionen i Sverige. S.
72. Att avveckla en kortsiktig stödpolitik. I.
73. Landskapsinformation under 1980-talet. Bo.
74. Från hyresrätt till bostadsrätt. Bo.
75. Länsrätternas målområde – administrativ tvåpartsprocess. Kn.
76. Företagshypotek. Ju.
77. Hyresrätt 3. Ju.
78. Löntagarna och kapitaltillväxten 6. E.
79. Löntagarna och kapitaltillväxten 7. E.
80. Arrenderätt 2. Ju.
81. Skogsindustrins virkesförsörjning. I.
82. Samhällets räddningstjänst. Kn.
83. Punktskatter och prisregleringsavgifter. Del 1. Redovisning, Beslut, Uppbörd, Kontroll. B.
84. Punktskatter och prisregleringsavgifter. Del 2. Författningsförslag. B.
85. Äktenskapsbalk. Ju.
86. Svenskundervisning för vuxna invandrare. Del 1. Överväganden och förslag. A.
87. Svenskundervisning för vuxna invandrare. Del 2. Kartläggning av nuläget. A.
88. Ekonomisk utjämning inom svenska kyrkan. Kn.
89. Ekonomisk utjämning inom svenska kyrkan. Bilagor. Kn.
90. Frivård. Ju.
91. Ställföreträdare för fastighetsägare i vissa fall. Ju.
92. Villkorlig frigivning. Ju.
93. Inomregional skatteutjämning. Kn.
94. Energisamverkan-stat, kommun, näringsliv. I.
95. Tillväxtkapital. E.
96. En reformerad gymnasieskola. U.
97. Undersökningar kring gymnasieskolan. U.
98. Studieorganisation och elevströmmar. U.
99. Stadsförnyelse och bostadsförbättring. Bo.
100. Stadsförnyelse-kontinuitet, gemenskap, inflytande. Bo.
101. Folkbokföringens framtida organisation. B.
102. Fastighetsförmedlingslag. Ju.
103. Sjöfartens roll i trafikpolitiken. K.
104. Statliga lån eller kreditgarantier. Bo.
105. Löntagarna och kapitaltillväxten 8. E.



Statens offentliga utredningar 1981

Systematisk förteckning

Justitiedepartementet

Översyn av sjölagen 1. [8]
Grundlagsfrågor. [15]
Avtalsvillkor mellan näringsidkare. [31]
Ändringar i förvaltningslagen. [46]
Telubaffären. [48]
Våldtäkt. [64]
Företagshypotek. [76]
Hyresrätt 3. [77]
Arrenderätt 2. [80]
Äktenskapsbalk. [85]
Frivård. [90]
Ställföreträdare för fastighetsägare i vissa fall. [91]
Villkorlig frigivning. [92]
Fastighetsförmedlingslag. [102]

Socialdepartementet

Hälsö- och sjukvård inför 90-talet. 1. Hälsorisker. [1] 2. Ohälsa och vårdutnyttjande. [2] 3. Hälsö- och sjukvård i internationellt perspektiv. [3] 4. Utgångspunkter och riktlinjer för det fortsatta arbetet. [4]
Lag om vård av missbrukare i vissa fall. [7]
Minskat tobaksbruk. [18]
Sjukersättningsfrågor. [22]
Socialförsäkringens datorer. [24]
Bra daghem för små barn. [25]
Omsorgskommittén. 1. Omsorger om vissa handikappade. [26]
2. Omsorger om vissa handikappade. Sammanfattning, lagförslag, specialmotiveringar. [27]
Fluor i kariesförebyggande syfte. [32]
Sjukresor. [35]
Pensionskommittén. 1. Familjepensionen. [61] 2. Familjepensionen. Sammanfattning. [62]
Prostitutionen i Sverige. [71]

Kommunikationsdepartementet

Inrikesflyget under 1980-talet. [12]
Sjöfartens roll i trafikpolitiken. [103]

Ekonomidepartementet

Löntagarna och kapitaltillväxten. 1. Löntagarna och kapitaltillväxten. Slutrapport. [44] 2. Löntagarna och kapitaltillväxten 6. [78] 3. Löntagarna och kapitaltillväxten 7. [79] 4. Löntagarna och kapitaltillväxten 8. [105]
Tillväxtpapital. [95]

Budgetdepartementet

Företags obestånd II. [37]
Samverkan vid uppgiftslämnande. [58]
Punktskatteutredningen. 1. Punktskatter och prisregleringsavgifter. Del 1. Redovisning, Beslut, Uppbörd, Kontroll. [83] 2. Punktskatter och prisregleringsavgifter. Del 2. Författningsförslag. [84]

Utbildningsdepartementet

Enhetligt huvudmannaskap för högskolan. [9]
Närradio. [13]
Film och TV i barnens värld. [16]
Översyn av radiolagen. [19]
Tekniska hjälpmedel för handikappade. [23]
Utredningen om forskningens och forskarutbildningens situation. 1. Forskningens framtid. [29] 2. Forskarutbildningens

meritvärde. [30]
Fristående skolor för skolpliktiga elever. [34]
Nya medier – text-TV, teledata. [45]
Video. [55]
Bibeln. Nya testamentet. [56]
Gymnasieutredningen. 1. En reformerad gymnasieskola. [96] 2. Undersökningar kring gymnasieskolan. [97] 3. Studieorganisation och elevströmmar. [98]

Jordbruksdepartementet

Turism och friluftsliv. Det centrala myndighetsansvaret. [28]
Djurens hälso- och sjukvård. [7]

Handelsdepartementet

Internationellt patentsamarbete III. [21]
Svensk krigsmaterielexport. [39]
Prisregleringskommittén. 1. Prisreglering mot inflation? [40] 2. Prisreglering mot inflation? Bilagor 1–6. [41] 3. Prisreglering mot inflation? Bilagor 7–12. [42]

Arbetsmarknadsdepartementet

Ny arbetstidslag. [5]
Industrins datorisering. [17]
Om hets mot folkgrupp. [38]
Arbete eller pensionering. [70]
SFI-kommittén. 1. Svenskundervisning för vuxna invandrare. Del 1. Överväganden och förslag. [86] 2. Svenskundervisning för vuxna invandrare. Del 2. Kartläggning av nuläget. [87]

Bostadsdepartementet

Hyresgästinflytande på målning och tapetsering. [47]
Samhället och samlingslokalerna. [63]
Landskapsinformation under 1980-talet. [73]
Från hyresrätt till bostadsrätt. [74]
Stadsförnyelsekommittén. 1. Stadsförnyelse och bostadsförbättring. [99] 2. Stadsförnyelse-kontinuitet, gemenskap, inflytande. [100]
Statliga lån eller kreditgarantier. [104]

Industridepartementet

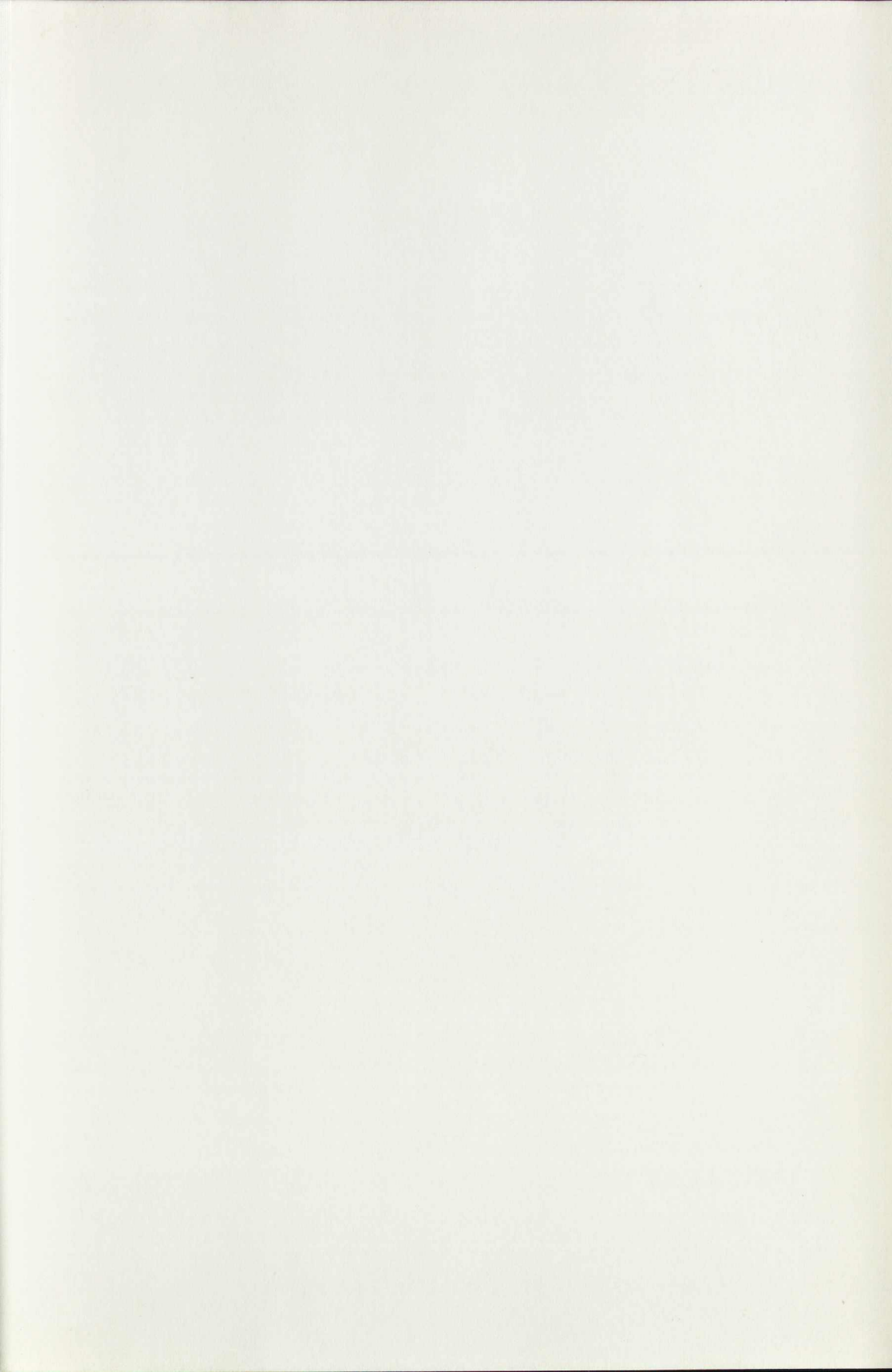
Data- och elektronikkommittén. 1. Datateknik i verkstadsindustrin. [10] 2. Datateknik i processindustrin. [11] 3. Datateknik i industriproduktionen. [59]
Direktinvesteringskommittén. 1. Effekter av investeringar utomlands. [33] 2. De internationella investeringarnas effekter. [43]
Kooperationsutredningen. 1. Kooperativa företag. [54] 2. Kooperationen i samhället. [60]
Pris på energi. [69]
Att utveckla en kortsiktig stödpolitik. [72]
Skogsindustrins virkesförsörjning. [81]
Energisamverkan-stat, kommun, näringsliv. [94]

Kommundepartementet

Översyn av lagen om församlingsstyrelse. [6]
Reformerat kyrkomöte, kyrklig lagstiftning m. m. [14]
Omprövning av samvetsklausulen. [20]
Begravningsverksamheten. [36]
1969 års psalmbokkommitté. 1. Den svenska psalmboken. Band 1. [49] 2. Den svenska psalmboken. Band 2. [50] 3. Den svenska psalmboken. Band 3. [51] 4. Den svenska psalmboken. Band 4. [52]
Stockholms kommunala styrelse. [53]

Systematisk förteckning

1968 års kyrkohandbokskommitté. 1. Svenska kyrkans handbok. Band 5. Kyrkliga handlingar. [65] 2. Svenska kyrkans gudstjänst. Bilaga 3. Kyrkliga handlingar. Vägen in i kyrkan. Dop, konfirmation, kommunion – aktuella liturgiska utvecklingslinjer. [66] 3. Svenska kyrkans gudstjänst. Bilaga 4. Kyrkliga handlingar. Åkten-skap och vigsel i dag – Liturgiska utvecklingslinjer. [67] 4. Svenska kyrkans gudstjänst. Bilaga 5. Kyrkliga handlingar. Döendet, döden och begravningsgudstjänsten. [68] Länsrätternas målområde – administrativ tvåpartsprocess. [75] Samhällets räddningstjänst. [82] Kyrkofondsutredningen. 1. Ekonomisk utjämning inom svenska kyrkan. [88] 2. Ekonomisk utjämning inom svenska kyrkan. Bilagor. [89] Inomregional skatteutjämning. [93]





LiberFörlag
Allmänna Förlaget

ISBN 91-38-06665-3
ISSN 0375-250X