

*DEL I  
SAMMANFATTNING OCH TEORIÖVERSIKT*

Kapitel I

# **Ägarrollen, innovatörerna och förnyelsen av svensk industri**

*av Gunnar Eliasson och Thomas Lindberg*

<b>Innehåll</b>	<b>Sida</b>
<b>1 Inledning – ägarkompetensen i den experimentellt organiserade ekonomin</b>	13
<b>2 Innovationer och ekonomisk tillväxt</b>	15
2.1 Vad vet vi?	15
2.2 Hur slås långsiktiga broar mellan finansiär och entreprenör?	17
2.3 Det forskningsteoretiska läget – något om modern och gammal teori	19
2.4 Innovationer, teknisk utveckling och ekonomisk tillväxt	20
2.5 Teknologisk konkurrens sätter kapitalmarknaden i centrum	22
2.6 Kunskaper sätter den övre gränsen	23
2.7 Ägarkapitalets organisation	24
<b>3 Hur organiserar företaget sitt beslutsfattande? – en enkel modell</b>	25
<b>4 Förvandling och nyskapande – hur ser det ut i svensk industri?</b>	29
4.1 Några kännetecken	29
4.2 Är förnyelseaktiviteten tillräcklig?	30
4.3 Kontraktets utformning och den reala utvecklingen	32
4.4 Den ”mjuka” industrin förutsätter en innovativ kapitalmarknad	33
4.5 Har utsorteringen av dåliga företag varit tillräckligt snabb?	35
4.6 Makroeffekterna av det statliga ägandet	37
<b>5 Ägande, förnyelse och marknaden för företagens värdering</b>	39
5.1 Är ägandet ett problem värt att särskilt studera?	39
5.2 Fördelningen – ägarnas kontrakt	40
5.3 Marknaden som kravställare	40
5.4 Skalfördelar och riskkapital	41
5.5 Nya företagsformer	42
5.6 Vart tog resurserna vägen?	44

<b>6</b>	<b>Vad har marknaden satt för värden?</b>	46
6.1	Hur pålitlig är marknads värdering av företagens substansvärde?	46
6.2	Stabiliteten i vinsternas och värderingarnas fördelning	52
6.3	Hur fungerar aktiemarknaden?	54
6.4	Ägandets fördelning	56
6.5	Aktiemarknadens institutionalisering – en fråga om kunskapsfördelning, risk och långsiktighet	57
6.6	Räntan och den långsiktiga investeringen	64
6.7	Skatter och inlåsnings effekter	65
6.8	Om behovet av en fungerande aktiemarknad	66
<b>7</b>	<b>Hur mycket etik tål marknaden?</b>	69
7.1	Asymmetriskt fördelad information eller "insiders"?	69
7.2	Egenföretagande, nyföretagande, småföretagande	75
<b>8</b>	<b>Hur ser framtiden ut?</b>	77
8.1	Problemet	77
8.2	Metoden	78
	<b>Litteratur</b>	215
	<b>Figurer</b>	
1	Kapitalförräntning utöver kapitalmarknadsränta – fördelningen över kapitalbeståndet i svensk industri för olika år	90
2	Beslutspyramiden i företaget	92
3	Företagens börsavkastning, industrins räntabilitet och räntan 1951–86	93
4	Marknadsvärden och substansvärden inom svensk industri 1951–87	94
4a.	q-värden för hela industrin 1951–87	94
4b.	Marknadsvärderat och återanskaffningsvärderat eget kapital i svensk industri 1951–85	95
4c.	q-värden i Sverige och i världen 1975–87	96

5	Stabiliteten i kapitalets förräntning – överförräntningen i dag och i morgon hos 42 stora svenska koncerner	97
6	Utdelningen och företagets förräntning av substansvärdet i 37 stora börsföretag 1966–85	98
7	Utdelningen och marknadens värdering av substansvärdet i 37 stora börsföretag 1966–85	102
8	Börsförlusternas (brutto)andel av 1987 (okt/nov) års BNP i olika länder	106
9a.	Framskrivning av industrins kapitalförräntning under olika antaganden om lönebildningen på arbetsmarknaden 1951–90	107
9b.	Nominella löneökningar i industrin 1951–90	108
9c.	Produktionstillväxt i industrin 1951–90	109

#### **Tabeller**

1	Fördelningen av slutligt ägande i Sverige, Storbritannien, Västtyskland och USA 1980	62
2	Likviditetsanalys – traditionell kalkyl 1987	81



# 1 Inledning – ägarkompetensen i den experimentellt organiserade ekonomin

Studiet av innovationer, teknisk förändring och ekonomisk tillväxt har under alla tider ansetts vara ett självklart forskningsområde inom nationalekonomin, därför att det uppfattats som självklart att innovationer och teknisk förändring positivt påverkar industrins förnyelse och därmed den ekonomiska tillväxten.

Att formerna för näringslivets ägande skulle vara värda ett självständigt studium har däremot inte varit lika självklart. Fram till 70-talets kriser betraktades det privata ägandet under alla omständigheter inte som särskilt viktigt, om man bortser från den politiska frågan om *makten över företagen* samt diskussionen om *ekonomisk demokrati* och *löntagarfonder*. Synpunkten att privat ägande kunde vara en produktionsfaktor att räkna med kunde endast med stor svårighet fås in i den ekonomisk-politiska debatten.

I den ekonomisk-politiska debatten under 60-talet togs industrins kapacitet att mekaniskt höja produktiviteten som i det närmaste givet. Att investeringar och sparande behövdes förstod man från den då förhärskande keynesianska teoribildningen, men var sparandet kom ifrån var inte av särskilt intresse, inte heller hur investeringarna fördelades på olika användningar. Följaktligen hade ägandets form ingen betydelse i den ekonomiska och politiska debatt som var tongivande fram till 70-talets början. Privat ägande av företagen ansågs snarast vara den organisationsform som gav en ojämn förmögenhetsfördelning utan att i gengäld ge något till samhället.

Att den privatkapitalistiska organisationen skulle vara det mest effektiva sättet att organisera produktionen har då och då ifrågasatts från i första hand det socialistiska lägret. Det är oundvikligt att denna skrift, och särskilt detta inledande kapitel som handlar om ägarformens betydelse för den industriella utvecklingen, tar upp just denna fråga.

70-talets kriser har påmint politiker, debattörer och ekonomer om det ekonomiska livets *experimentella* natur.<sup>1</sup> En för ekonomisk tillväxt organiserad ekonomi måste dels bygga på någorlunda fria marknadsprinciper, i första hand fritt tillträde till marknaden, dels vara beredd att socialt och ekonomiskt klara oförutsebara förändringar på mikroplanet. Detta handlar såväl om fördelningen av produktionsresultatet som om fördelningens effekter på produktiviteten. Att man länge intuitivt förstått dessa samband speglas i den

<sup>1</sup> Den experimentellt organiserade ekonomin presenteras utförligt i IUIs årsbok, *The Economics of Institutions and Markets*, IUI, Stockholm 1987, s 17 samt i Eliasson (1986f). Se även avsnitt 4 i kapitel II.

uppdelning av ”befogenheter” i ekonomin som länge karakteriserade den ”gamla svenska policymodellen”, där såväl den politiska som den fackliga maktsfären avstod från att ideologiskt blanda sig i produktionsbesluten (Eliasson – Ysander 1981) och därvid besparade det svenska samhället de effektivitetssänkande ”nationaliseringssträvanden” som framför allt kännetecknat efterkrigstidens England. I gengäld tog man ut och fördelade om produktionsresultatet via den offentliga sektorns tillväxt.

Att sparandets ursprung, finansieringens karaktär, investeringarnas lönsamhet och produktiviteten hänger samman blev återigen klart efter 70-talets krisår. *Ägarfunktionen definierar en sådan kompetensbro mellan sparande och produktiv investering*. Denna skrift har lagts upp kring hypotesen att ägarfunktionens organisation och marknaden för företagsvärdering och kontroll – kort och gott riskkapitalets ursprung och användning – står i ett direkt förhållande till innovationstakt och förnyelse inom det privat organiserade näringslivet.

Ägarproblemet kommer att introduceras i tre steg. Först kommer sambanden mellan innovationsaktiviteter och den makroekonomiska tillväxten – det önskade slutresultatet – att studeras. Därefter diskuteras hur ägandets former (incitament, organisation) påverkar innovationsaktiviteten. Slutligen studeras hur resultatet (vinsten) av innovativ verksamhet fördelas, hur fördelningen påverkar ägarfunktionens ekonomiska effektivitet, samt omvänt hur innovativ verksamhet påverkar just fördelningen av vinstresultatet. En fråga är vilken roll existensen av välordnade marknader för företagsvärdering härvidlag spelar. Eftersom vinst kan uppstå på många sätt – monopol, råvarutillgångar, tur, teknisk skicklighet – måste frågan, hur *marknaden för vinstens fördelning* bäst skall organiseras för att vinsten skall uppstå på önskat sätt, tas upp.

Detta kapitel börjar därför (avsnitt 2) med att klargöra varför den innovativa aktiviteten är väsentlig.

En god kontakt mellan marknaden för resurser och företags beslut att ”innovera”, strukturera om sig eller förnya sig kräver en teori om företaget. Denna teori måste förklara just sätten att förändra den inre organisationen som ett svar på marknadsutvecklingen. En allmän sådan teori saknas för närvarande, men kapitel II, som sammanfattas i avsnitt 3, bjuder på en teoriskiss som gör det möjligt att gå vidare till avsnitt 4 i vilket formerna för omorganisation och förändring, som de kan observeras i svensk industri, kopplas till just företags förnyelse. Detta avsnitt sammanfattar dessutom resultaten från denna skrifts övriga studier om svensk företagstillväxt i ett historiskt perspektiv (Jagrén, kapitel III), avveckling och statligt ägande i svensk industri (Örtengren, kapitel IV) samt innovativ verksamhet i en tillväxtbransch (Björklund, kapitel V).

Bjuggren, slutligen, kopplar med sin studie om ägande och effektivitet i svensk skogsindustri (kapitel VI) direkt över till avsnitten 5 och 6 om ägarens, förnyelsens och marknadens betydelse för företagets värdering och kontroll. Hur är denna marknad organiserad och vad betyder ägarformen för just förnyelsekraften i en industri? Det är omöjligt att ta upp detta tema till diskussion utan att halka in på ett högaktuellt debattämne, nämligen vad ”attityder, politiska värderingar, fördelning och etik” betyder för det ekonomiska livets organisation samt för hur experimentell marknadsekonomin kan tillåtas vara. Detta politiska problem diskuterar vi under rubriken (avsnitt 7) ”Hur mycket etik tål marknaden?”

## 2 Innovationer och ekonomisk tillväxt

### 2.1 Vad vet vi?

Under senare år har ett växande antal studier inom IUI inriktats på att förstå företagets inre omvandling och anpassning till nya, yttre konkurrensbetingelser. De har alla varit grundade på företagsdata. Resultaten anger relativt klart hur förnyelsekrafterna verkar i produktionssystemet.

När det gäller *företaget* har vi funnit:

- att industriell framgång i första hand bygger på kompetensen att organisera människor med kompetens. Detta industriella kunnande kan endast till vissa delar, och med stor svårighet, kommuniceras till utomstående. Polanyi (1967) har myntat termen ”tacit knowledge”. Sådant kunnande kan inte utan vidare hyras in i marknaden på annat sätt än att man knyter nya personer till sin organisation. Detta innebär att ett vanligt förekommande synsätt, nämligen att högnivåkunnande inom industrin och ägarkompetens är en i marknaden ”i lösvikt” tillgänglig produktionsfaktor (se t ex Fama 1980), är grundat på felaktiga premisser.
- att samma förhållande bl a gör intern utbildning och kunskapsöverföring till en central uppgift i storföretagen.<sup>1</sup> I själva verket utgör kompetensen att driva stora företagsorganisationer i internationell konkurrens en typ av högnivåkunnande som endast finns i några få industriländer, däribland Sverige.

<sup>1</sup> Se vidare en tidigare bok i denna serie: *Kunskap, information och tjänster. En studie av svenska industriföretag*, IUI, Liber, Statens Industriverk, Stockholm 1986.

- att företagsorganisationens kompetens är begränsad till en mindre del av den enorma potential av affärsmöjligheter som internationellt tillgänglig teknologi och affärskunnande erbjuder. Eftersom framgång nästan alltid bygger på att "företaget" lyckats kombinera sitt eget lokala kunnande med något nytt ur denna internationellt tillgängliga mängd affärsmöjligheter, blir denna entreprenörverksamhet – som Joseph Schumpeter kallade den – alltid experimentell och sökande till sitt innehåll (se Eliasson 1986e,f). Det ekonomiska utfallet av entreprenörens verksamhet blir svår-förutsebart och risknivån hög. Det ingår i kompetensen att kunna hantera misstag som en naturlig del av affärserfarenheten, att inte hindra potentiella vinnare att komma fram utan att stimulera dem, men att snabbt kunna identifiera och avveckla misstag.
- att iscensättandet av nya idéer och affärskombinationer praktiskt taget alltid är förenat med genomgripande förändringar i den existerande produktionsorganisationen. Det är dessa organisationsförändringar som skapar de stora produktivitetstillskotten på företagsnivå, och
- att de framgångsrika omkombinationer vi studerat<sup>1</sup> i ökande grad har inneburit en omvandling av företaget från en effektiv tillverkare av enkla produkter till en affärsorganisation, vars kompetens väsentligen bygger på avancerad produktteknologi och konkurrens med kvalitet ("teknologisk konkurrens").

När det gäller *makroekonomin* har vi funnit:

- att en långsiktigt stark tillväxt på makronivån kräver en ständig omvandling och förnyelse på mikroplanet, varvid illa skötta, ineffektiva eller av andra skäl icke konkurrenskraftiga företag slås ut, samtidigt som nya kommer till så att den nödvändiga spridningen och differentieringen av verksamhetens art, lönsamhet, priser och faktorsättning – kort sagt en ojämvikt på mikroplanet – hela tiden bibehålls. *Stabilitet i makrotillväxten förutsätter instabilitet på mikroplanet.*
- att den dynamiska resurs- och omfördelningen mellan företagen förklarar minst hälften av produktivitetstillväxten på mikroplanet. Den innefattar nyskapande av företag (entry) och utkonkurrering av företag (exit) samt dynamisk marknadsstyrning och koordinering av investeringsverksamheten i det existerande företagsbeståndet. Detta förutsätter att prissättningen på faktorer fungerar så att resurserna går dit där de betalas bäst.

<sup>1</sup> *Kunskap, information och tjänster*, op cit, sammanfattar IUIs kunskap på detta område.

## 2.2 Hur slås långsiktiga broar mellan finansiär och entreprenör?

Tillsammans med den interna förnyelsen av existerande företagsenheter har detta medfört att spridningen av kapitalets förräntning hela tiden bibehålls (figurerna 1a,b). När denna dynamik på mikroplanet mattas – som skedde under 70-talet – uppstår stabilitetsproblem på det makroekonomiska planet. Detta illustreras i figurerna av att fördelningarna blev plattare, därför att de dåliga företagen (till höger) ej slogs ut, samt av att några lönsamma företag (i vänstra delen) inte kom till, eller inte växte tillräckligt fort.<sup>1</sup>

Det är i detta sammanhang intressant att jämföra den gängse synen på hur man uppfattar *ägarfunktionen* i Japan och i den anglosaxiska världen; Europa hamnar någonstans mitt emellan. I den anglosaxiska världen är den anonyma kapitalmarknaden den ultimative ägaren. I den japanska miljön utövas ägarfunktionen delvis administrativt, diskret. Det blir så att säga en fråga om marknadsstödjande industripolitik, som vi – även om det skrivits många böcker i ämnet – ej vet särskilt mycket om (jfr diskussionen av handelshus och industribanker i kapitel II, s 201). Den anglosaxiska modellens anonyma brutalitet gör ägarfunktionen effektiv när det gäller att sortera fram goda (lönsamma) projekt och eliminera misslyckanden. Den stökiga marknadsmiljö som följer, med kostnader i form av ett högt svinn (slack), bör fungera bra i en innovativ, riskvillig kultur som är beredd att acceptera ett ojämnt, oförutsebart utfall på mikroplanet. Marknaden för elektronikprodukter, särskilt i USA, är en bra illustration.

Den japanska modellen – om vår schematiska beskrivning håller – måste å andra sidan ha en större benägenhet att hålla kvar misslyckade projekt länge och därför också en tendens att sortera bort potentiella vinnare. Dess fördelar måste bygga på effektiv, klassisk koordinering och kostnadsminimering, dvs liten slack, för att kompensera begränsad innovativ förmåga. En orientering mot tillverkning får känneteckna denna industriella organisationsform.

Huruvida den klart produktorienterade, på teknologisk konkurrens baserade amerikanska industrin och den mot kostnadseffektiv tillverkning orienterade japanska industrin ”stämmer” med denna beskrivning får avgöras i ett senare sammanhang. Men den japanska industrin skulle i så fall stå inför snara krav på förändring, alltefter som teknologin gynnar de differentierade, med innovativ produktkvalitet konkurrerande företag som dominerar i de avancerade och

<sup>1</sup> Att en sådan situation kan vara mycket labil illustreras i simuleringsexperiment i Eliasson (1984c).

rika delarna av västvärlden. Den svenska industrin genomgick denna transformation från en bas i effektiv tillverkning mot en produktkonkurrerande teknologi under andra hälften av 60-talet och 70-talet. Den finska industrin befinner sig fortfarande i ett tidigt skede av samma omvandling. Hur initiativkraftiga och industriellt kompetenta, dominanta ägare initierat denna omvandling är ett mycket viktigt problem för forskningen (se Dahmén – Eliasson 1980, Glete 1987).

Med denna skiss av konkurrensmekanismerna i en nationell ekonomi har vi velat stryka under att finansiären och finansmarknadernas strukturer måste finnas med i en modell över, eller en analys av, den ekonomiska tillväxten. Det blir därmed naturligt att det projekt om ägarrollen i produktionen som denna bok handlar om i första hand siktar in sig på innovatören och entreprenören som representeranter för förnyelsekrafterna i produktionslivet. De förenar ofta i sig finansiären, risktagaren och kompetensen. Broslagningen mellan finansiärer och industriellt kunnande bestämmer hur effektivt spontana omkombineringslag av experimentellt slag kan komma till stånd på mikroplanet och är därför aktiemarknadens viktigaste uppgift. Det handlar om långsiktigt risktagande som tar sig många olika institutionella former; från de sinnrika brokonstruktioner av specialiserade mellanhänder och marknader för risker som kännetecknar den amerikanska aktiemarknaden till de raka riskkapitalarrangemang som karakteriserar de uppfinnare och entreprenörer som startar ett källar företag på en idé och ett lån från några släktingar. Ägarfunktionen och riskkapitalet är något mycket mer än börsens institutionella struktur och handel med noterade företags aktier.

Hypotesen är att incitamenten hos ägaren och det sätt på vilket ägandet är organiserat spelar en viktig roll dels för förnyelsen av industriföretagen, dels för möjligheterna att ta långsiktiga, riskfyllda investeringsbeslut i en marknadsekonomi. Dessa hypoteser är visserligen intuitivt rimliga, men inte alls självklara. Det är väsentligt att känna till att såväl entreprenören som äganderollen helt korrekt har ifrågasatts som meningsfulla begrepp inom den ekonomiska centralteorin (se Fama 1980 samt kapitel II). Det krävs en alternativ, dynamisk ekonomisk teori baserad på hur information och kunskap kommer till ekonomisk användning för att entreprenörer och ägare skall få teoretiskt existensberättigande. Den ekonomiska centralteorin kommer mycket ofta till användning vid analys och diskussion av frågor som berör innovationer och finansiering. Därför måste vi i denna skrift ideligen föra upp resonemanget på ett abstrakt plan för att inte betydelsen av högst reella företeelser som entreprenörer och ägare utan att man tänkt sig för skall raderas ut av antaganden. Denna skrift erbjuder ingen slutlig lösning på denna för den på privat kapital organiserade marknadsekonomi så viktiga

fråga. Den utgör blott en inledning till och inramning av problemet, samt en utstakning av vägen för fortsatt forskning.

Vi kommer genomgående att betona den kvalitetshöjande, kunskapsgrundade serviceproduktionens betydelse i den ekonomiska utvecklingen. Att vi ändå huvudsakligen hämtar våra exempel från industrin – idag huvudsakligen en producent av till varor knutna kvalitetshöjande tjänster – och tycks glömma den växande rena tjänsteproduktionen, som till stora delar sysslar med mycket kunskapsintensiva produkter, beror helt på att nästan allt tillgängligt observationsmaterial kommer just från industrin. Det innebär alltså inte på något sätt att vi betraktar tekniska och ekonomiska konsulttjänster, distribution och transporter etc som en andra rangens produktionsverksamhet, som fallet är t ex i Sovjets ekonomiska statistik.

### **2.3 Det forskningsteoretiska läget – något om modern och gammal teori**

Att förstå de dynamiska mikro-makrosamband som vi diskuterar kräver en komplex modell. Som Joseph Schumpeter (1942, s 84) påpekade, sysslade den ”konventionelle” tillväxtekonomen med problemet hur ”existerande strukturer” skulle *förvaltas* optimalt, under det att det relevanta problemet är, hur de ”*skapas och förstörs*”.

Några år senare hävdade den svenske Lunda-Schumpeterianen Johan Åkerman (1950) att relevant ekonomisk teori krävde att följande fyra element beaktades (Åkermans fyra fundamentalelement):

- (1) interdependens
- (2) värde (välfärd)
- (3) process
- (4) institutioner.

Joseph Schumpeters (1942, s 84) slutkommentar gäller för dem bägge; ”As long as this is not recognized, the investigator does a meaningless job”.

Den ekonomiska centralteorin handlar om punkterna (1) och (2). Denna skrift betonar hur institutionerna (4) förändras som en konsekvens av den pågående marknadsprocessen (3), som i sin tur styrs av hur marknadens institutioner är organiserade. Den teori om alla fyra punkterna som efterlystes för snart ett halvsekel sedan saknas fortfarande. Denna brist begränsar vår förmåga att förstå hur en dynamiskt organiserad marknadsekonomi fungerar (se Day – Eliasson 1986). Den ekonomiska centralteorin dominerar undervisningen vid västerlandets universitet. Dess främste företrädare, Kenneth Arrow, påpekade redan 1959 denna begränsning till de första två

elementen i Åkermans uppställning. Trots detta har ytterst litet gjorts när det gäller att föra in såväl dynamik och processtänkande som strukturell förändring i den allmänna jämviktsteorin. Innovationsforskare och finansanalytiker lever nästan helt skilda liv. Detta gör en teoretisk översikt aningen schizofren (se kapitel II), eftersom vår utgångspunkt är att dessa två kunskapsområden måste föras ihop om vi önskar ha något att säga om hur finansmarknaderna påverkar den reala ekonomin.

Fama (1980) menar till exempel att "ägarfunktionen" kan frikopplas från "managementfunktionen". Då begränsas ägarfunktionen till ett rent "portföljvalsbeslut" i den statiska finansteorin. Det blir då tveksamt om vi behöver vare sig ägare, entreprenörer eller företag (se vidare kapitel II). Detta är den syn som en relativt inflytelserik grupp moderna ekonomer kring Chicagouniversitetet representerar.

Famas resonemang bygger på traditionell statisk teori och blir därför fel om man ruckar något på de grundläggande förutsättningarna. Enligt Fama kan företagen – om de behövs – i marknaden köpa in alla de tjänster som ägarna anses stå för. Men en marknad förutsätter ett varierat utbud av sådana tjänster. Fama *antar* att denna marknad existerar och bortser ifrån att det krävs kunnande för att välja och köpa in dessa tjänster. Även detta kunnande att välja kan naturligtvis också köpas i marknaden, men återigen krävs då kunnande för det nya valet. Det slutliga valet hamnar hos de *ultima organisationsformerna av människor med kompetens*, dvs hos vad vi kallar ägarna, som också tillgodogör sig den residuala ersättningen för denna kompetenta arbetsinsats, dvs vinsten. Ofta handlar det slutliga valet om att "välja rätt ledning" för en företagsorganisation. Ägarna trollas i traditionell teori bort genom att marknader förutsätts existera, men att "valet", "köpet" inte kräver kunnande och inte drar några resurser. Dessa antaganden görs rutinemässigt i den ekonomiska centralteorin, på vilken Fama okritiskt byggt sina slutsatser.

## **2.4 Innovationer, teknisk utveckling och ekonomisk tillväxt**

Central ekonomisk teori försöker inte förklara långsiktiga, ekonomiska tillväxtförlopp. Inte heller sysslar den med frågan hur Adam Smith's osynliga hand koordinerar miljarder beslut i en dynamisk samhällsekonomi till det någorlunda ordnade ekonomiska skeende vi observerar och som skapar positiva överskottsvärden för de flesta. Ambitionen att syssla med sådana frågor började överges i och med marginalismens spridning, och definitivt med den skola



som under efterkrigstiden vuxit sig stor på Walras (1874) enkla och grundläggande postulat. Kravet på konvexitet, kontinuitet och fullständig marknadsklarering, samt ex post konsistens i alla individuella beslut var nödvändiga för uppnående av det tillstånd av fullt informerade – eller så väl informerade som är möjligt – marknader som existensen av jämviktslösningar krävde. Dessa postulat tog processbegreppet ur ekonomisk teori. Den blev statisk och utan liv. Den säger oss därmed ingenting om hur en ekonomi fungerar, blott hur den ser ut om den kommit till vila i ett jämviktstillstånd.

Jämviktsanalysen kan inte förklara hur en ekonomi uppträder när den befinner sig utanför sitt jämviktstillstånd. De ekonomer som intellektuellt behärskar den moderna teorin har hela tiden haft detta klart för sig (t ex Arrow 1959, Hahn 1973). Försök att bryta detta inåtvända sökande mot allt mindre intressanta problem inom en partiell teori, bl a av Joseph Schumpeter, har dock inte mötts med vare sig sympati eller intresse. Däremot har 1970-talets verklighet inneburit att flankerna raserats i den statiska centralteorin. Dess begränsningar har blivit så uppenbara att dess meningsfullhet som underlag för analys av en rad centrala problem som har med resursernas allokering att göra har börjat ifrågasättas.

Om det är så – vilket är en hörnsten i den teoretiska utveckling som härrör från Adam Smith, Knut Wicksell och Joseph Schumpeter – att en fungerande ekonomi som växer aldrig kan befinna sig i ett jämviktstillstånd där alla beslut är ex post konsistenta, att marknaderna aldrig rensas från produkter vid varje ögonblick och att det totala produktionsbeslutet i en ekonomi aldrig kan föras samman till en punkt i nutid där alla marknader inklusive kapitalmarknaden klareras, så står vi ekonomer fortfarande oförstående inför det stor slagna samordningsproblem som mer eller mindre väl klaras varje dag i realtid på världens marknader.

Tillväxt äger rum via produktivitetstillväxt. Färre faktorer går åt för att få fram samma produktionsresultat. Adam Smith betonade specialiseringens betydelse för produktivitetstillväxten. Specialisering möjliggjorde skalfördelar i tillverkningen av standardiserade detaljer (se Leijonhufvud 1985). Skalfördelar bryter antagandet om konvexitet och därmed försvinner de klart definierade optimalägena. Ekonomins positionering blir flytande. Den beskrivs då bäst som en kontrollerad process och konvexitetskravet ersätts med problemet att finna ett motsvarande krav som håller processen begränsad uppåt och nedåt<sup>1</sup>.

Oförutsebara, tekniska förbättringar skapar temporära monopol-

<sup>1</sup> I Eliasson (1984b) formuleras detta konvexitetsantagande som ett krav på "diversity" för att åstadkomma stabil tillväxt på makroplanet.

räntor på kapitalmarknaden. Somliga företag tjänar tidvis mer, eller mycket mer än den gängse låneräntan, medan motsatsen gäller för andra företag. Detta förhållande speglas också i verkligheten (se fördelningarna i figur 1). Dessa fördelningar får inte förekomma i jämvikt. I verkligheten är det miljontals individuella uppfattningar om dessa "räntors" framtida storlek som styr investeringar och produktionsbeslut i en ekonomi.

## 2.5 Teknologisk konkurrens sätter kapitalmarknaden i centrum

Något är alltså fel här. Vi *vet* att en riktig ekonomi aldrig befinner sig i det jämviktstillstånd som vi beskrev ovan. Vi *vet* att varje ekonomi ständigt bombarderas av en ström oförutsebara tekniska händelser. Men vi *vet också* att dessa ekonomier ändå uppträder någorlunda stabilt och förutsebart. Något måste till för att förklara den dynamiska ekonomins välartade uppträdande trots de störningar den ständigt utsätts för. Lösningen ligger i att låta allmän monopolistisk konkurrens vara det naturliga tillståndet i en ekonomi, och därmed också i den ekonomiska teorin. De nya tekniska innovationerna slår ut de gamla företagens "monopolräntor". De nya företagen – med högre lönsamhet på grund av sin temporärt överlägsna teknologi – investerar och höjer kapaciteten att producera. När vi har beskrivit hur denna *ekonomiska process* fungerar har vi också beskrivit hur den ekonomiska processen begränsas i tiden. De växande företagen måste få resurser att expandera. De måste tas ur den existerande produktionen. *Totalt sparande* begränsar de totala investeringarnas storlek. Det ekonomiska systemet reglerar investeringarnas fördelning och därmed den totala produktionskapacitetens storlek. Hela ekonomin koordineras dynamiskt via konkurrensen om resurser på kapitalmarknaden. Adam Smith's osynliga hand fungerar återigen (se vidare kapitel II).

Med denna vinkling på tillväxtproblemet sätts kapitalmarknaden, särskilt aktiemarknaden, i centrum. Det internationella kunnandet och den unika företagskompetensen handlar om förmågan att så länge som möjligt hålla företagens kapitalavkastning hög, dvs placera företaget längst upp till vänster i figurerna 1, under det att den ständigt pågående konkurrens som kännetecknar en fungerande marknadsekonomi hela tiden konkurrerar ut företagen till höger. I denna process skapas produktivitetstillväxt på makroplanet genom att "strukturer" skapas och förstörs, för att återigen citera Schumpeter.

## 2.6 Kunskaper sätter den övre gränsen

Men det fattas fortfarande en länk i bevisföringen. Spararna och kapitalmarknadens förmåga att kanalisera sparandet till de investeringar som skapar högst produktionstillväxt sätter visserligen en gräns för hur snabb tillväxten kan bli, men på något sätt måste också de investeringar som skapar tillväxten och är bättre än andra investeringar förklaras. Vi har på denna punkt lånat Schumpeters ”innovatör” och ”entreprenör”. Men bortsett från detta, samt en utomordentligt välskriven presentation, lämnar Schumpeter oss i sticket. Hur vi än letar i litteraturen finner vi endast att innovatörer, entreprenörer och förbättrare i allmänhet, dvs kunskapen att förnya de industriella strukturerna, ”antas finnas” på plats. Den övre gränsen för produktion antas given utanför teorin. Därmed har även tillväxten ”antagits” utan förklaring. Man kan inte längre tala om en tillväxtteori. Vad ekonomisk teori då i bästa fall kan förklara är varför en ekonomi aldrig når upp till vad som är maximalt möjligt att prestera. Kapacitetstaket har byggts utifrån och ekonomin, dvs konjunkturförloppet, arbetar någonstans under kapacitetstaket. Men även här delar teorin upp sig i olika skolor och uppfattningar. Den keynesianska makroteorin, som sysselsatte sig med konjunkturförloppet kring en exogent växande kapacitetstrend, gjorde just detta. I den allmänna jämviktsteorin däremot, som borde syssla med dynamiken bakom resursernas fördelning, måste producenten alltid arbeta på produktionsmöjlighetskurvan. Annars är ekonomin inte i jämvikt och då vet man näst intill ingenting om hur ekonomin beter sig.

Vår huvudtes för fortsättningen är, *att* förmågan till industriell förnyelse (entreprenörskap) och därmed även till framgång i den tävlan vi kallat teknologisk konkurrens har något att göra med hur ägarfunktionen på kapitalmarknaden är organiserad, *att* den starkt påverkar företagets inre kapacitet att förnya sig, *att* den klart har något att göra med hur förräntningskraven på företagen sätts, samt *att* den därför bestämmer hur företaget värderas på aktiemarknaden. Därmed har vi också sagt att prisbildningsprocessen på aktiemarknaden kan vara avgörande för om t ex svensk ekonomi kan ta sig tillbaka till den högre, historiska tillväxttrend som gällde före 1970. För att kunna resonera om dessa komplicerade sammanhang krävs en ”modell”, i vilken företagets kunskapsanvändning finns representerad, beslut på kort och lång sikt beror av varandra samt hänsyn tas till hur företagen utnyttjar och anpassar sig till de ojäm-viktstillstånd som hela tiden uppstår i marknaderna. Denna processmodell finns ännu ej i matematisk form, men vi kan föra ett verbalt resonemang.

## 2.7 Ägarkapitalets organisation

Företagets långsiktiga utveckling bestäms av vilken långsiktighet i investeringsbesluten kapitalmarknaden möjliggör, vilket i sin tur beror på hur högt förräntningskraven sätts, dvs hur mycket placeringarna kräver av de projekt de skall vara med om att finansiera.

Grunden för all framgång är dock kompetensen att göra något kommersiellt och industriellt gångbart av de finansiella resurser som företagsledningen får till sitt förfogande. Oavsett om ägarna själva står för denna kompetens eller tillsätter en företagsledning som står för kompetensen, blir det ägaren som erhåller den vinst som blir över när övriga produktionsfaktorer och finansiärer fått sin kontraktsevenliga ersättning. Ägaren har valt företagsledning och tagit på sig den residuala, svårkalkylerbara risken och blir därför en central gestalt i vår analys.

I en experimentell ekonomi, karakteriserad av osäkerhet om utfallet, kommer därmed, för det *första*, marknaden för *riskkapital* i centrum. Effektiv *riskhantering* blir en fråga om maximalt utnyttjande av *kompetens*.

Vinsten utgör risktagarnas belöning för insatsen av kompetens. Det är möjligt, vilket blivit ett vanligt förekommande antagande i teoretiska resonemang, att det residuala vinstutfallet till stora delar är slumpmässigt (som i ett lotteri). I så fall kan jämviktsanalys enligt traditionella metoder åter bli möjlig och har också använts flitigt i finansteorin. Men detta antagande kan inte utan vidare göras i vetenskaplig analys, ty om det är felaktigt blir de utsagor om välfärd och politik som modellen ger också fel (se vidare kapitel II). Om man inte vet något blir det rimliga a priori antagandet att residualutfallet har systematiska egenskaper och beror på den kompetens som sätts in. Hur förräntningen (utöver skatter, löner och räntor) fördelas påverkar incitamenten att skapa nya, bättre tekniska lösningar som ger fortsatt överränta. Detta understryker, för det *andra*, aktie-*marknadens incitamentsfunktion*, belöningssystemet.

För det *tredje* är aktiemarknaden den marknad där företagens ledning utsätts för ett anonymt, exogent *krav att förränta* det kapital ägarna ställt till dess förfogande. Kraven på prestation utövas på i princip två sätt; antingen säljer ägarna ut (exitfunktionen), kursen sjunker och fungerar som en signal till nya aktieägare att företaget inte sköts väl. Företaget får problem med att attrahera nytt externt kapital. Eller också träder någon eller några av de dominanta aktieägarna in och utövar sin röstsätt (voicefunktionen). Vanligtvis innebär detta att företagens ledning byts ut.

Riskkapitalmarknaden utgör slutligen, för det *fjärde*, en källa för *finansiering*. Finansieringsfunktionen har varit den mest uppmärksammade i ekonomisk analys och debatt men är den minst betydel-

sefulla när det gäller den reala ekonomiska utvecklingen. Men om den strukturomvandling som pågår, mot en växande betydelse för mjuka former av kapital som inte syns i företagets redovisningssystem, är korrekt observerad, kommer aktiemarknadens betydelse som finansieringskälla att öka relativt andra former av externt kapital. För det mjuka kapitalet finns ingen väl definierad andrahandsmarknad. Det kan inte på traditionellt sätt belånas.<sup>1</sup>

Den grundläggande Schumpeterianska observationen är att såväl framgång i industrin som snabb produktivitet utveckling förutsätter att nya affärsmöjligheter hela tiden identifieras och utnyttjas. Det handlar om att kombinera om företag, att köpa till, omorganisera samt avveckla företagsenheter. För att denna omorganisation, särskilt när det gäller en hel industri, skall kunna fortgå smidigt måste det, för det *femte*, finnas en marknad som på ett för alla parter acceptabelt, genomskådligt och stabilt sätt värderar företaget. Utan en väl fungerande andrahandsmarknad för företagsvärden kan varken voice- eller exitfunktionerna fungera effektivt. Om detta handlar fortsättningsvis detta inledande kapitel. Först skall dock resultaten från de övriga studierna om förnyelsen av industrins strukturer på mikroplanet sammanfattas och samordnas i den enkla teori för företaget som presenteras i nästa avsnitt. Den beskriver den organisation och de beslut som inom företagen hanterar strukturomvandlingen.

### **3 Hur organiserar företaget sitt beslutsfattande? – en enkel modell**

Vad ett företag är har länge diskuterats i litteraturen. Den äldre litteraturen (Smith 1776, Ricardo 1821, Marx 1867 etc, Marshall 1919 etc) diskuterade i första hand industri och branscher utifrån tekniken i tillverkningen. Adam Smith (1776) var kritisk mot de moderna monopolinstitutionerna som kallades aktiebolag. Karl Marx befäste bilden av ett industriföretag som en fabrik i den ekonomiska teorin. Alfred Marshall förde in begreppet ”det representativa företaget”, men hans analys gällde i allt väsentligt branscher och makroskeen-

<sup>1</sup> Man kan naturligtvis fråga sig vilket pris varvsindustrins utrustning eller ett konkursfärdigt stålverk i ödemarken har på en andrahandsmarknad. Men enligt tradition och lagstiftning kan sådant kapital till och med in-tecknas och belånas, däremot inte duktigt folk. Se vidare diskussionen i kapitel II i *Att rätt värdera 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985*, IUI, Stockholm 1985.

det. Det är först under senare år som ett modernare synsätt på företaget som en på ett flexibelt sätt organiserad finansiell beslutsenhet eller en arbetsorganisation (ett "knippe kontrakt") vuxit fram. För företaget gäller det att producera rätt varor och tjänster och att göra det till minsta möjliga kostnader. Val av produkter och marknader å ena sidan och kostnadsminimering, givet det första valet, å den andra sidan, blir två skilda beslut som aldrig sker simultant i företagsorganisationen (Eliasson 1976). Därför blir företagets inre beslutsorganisation viktig för förståelse av hur företaget som en helhet fungerar.

Figur 2 (pyramiden) återger en enkel modell över företagets totala beslutsituation.<sup>1</sup> Denna modell definierar företaget som en "finansiell beslutsorganisation" specialiserad på att *koordinera* och *teknologiskt* uppgradera ekonomiska aktiviteter (de två grundläggande informationsaktiviteterna i en ekonomi). Företagets viktigaste teknologi blir i denna modell att finna *den organisationsform som mest effektivt möjliggör en ständigt pågående anpassning av företagets olika delar, till varandra och till de möjligheter och krav som omvärlden (marknaden) ger och ställer.*

De tre nivåerna stämmer relativt väl med hur varje storföretags organisation strukturerats för att klara de tre angivna typerna av beslutsproblem. Längst ned återfinns vi den *operationella*, repetitiva produktionsnivån, där rationaliseringsbesluten tas. På denna nivå uppgraderas givna aktiviteter teknologiskt. Samma sak skall göras effektivare, med mindre resursinsats och till lägre kostnader: lokal statisk effektivitet uppnås. På mellannivån fattas de *koordinerande* besluten. Samma verksamheter samordnas långsiktigt i förändrade kombinationer med hjälp av investeringsbeslutet. På driftsidan är det flödeseffektiviteten som förbättras av effektiv koordinering. Eftersom störningar i ett komplext flöde påverkar produktionseffektiviteten i företaget, blir hävstångseffekten på den totala effektiviteten av en effektiv koordinering stor (se kapitel II, s 195 om konflikten mellan Texaco och Pennzoil). Det är av intresse att observera att effektivitetsökningen på denna nivå i relativt stor utsträckning visat sig vara kapitalbesparande (Eliasson 1985c). Koordineringen inom företaget sker genom vad Williamson (1975) kallat hierarkier. Om de enheter som skall koordineras i stället lösgörs från den centrala företagsledningen och sätts i marknaden, får vi marknadskordinering. Det är den relativa effektiviteten i koordineringen med hjälp av hierarkier, och i marknaden, som avgör hur stora företagen kan bli som finansiella organisationer.

<sup>1</sup> Modellen introduceras i detalj i Eliasson (1984b).

Denna begreppsapparat har en ytterligare fördel. Vi kan relativt klart definiera ett företags "struktur" i termer av organisationen av företagets eget interna, formaliserade informations- och styrsystem, som det används för att kontrollera företagets såväl interna effektivitet som anpassning till externa betingelser. Företaget kan så att säga beskrivas i termer av sitt informationssystem.

Den övre *strukturförändringsnivån* tar fasta på problemet, vad man skall hålla på med och hur företagets olika delar skall kombineras – eller kombineras om – för att "bäst" förbereda företaget för den framtida konkurrenssituationen. Till skillnad från lägre nivåer diskuterar vi nu *förmågan* att ändra själva informationsteknologin och tekniken att förnya och samordna den totala verksamheten. Som redan nämnts har vi i ett stort antal IUI-studier funnit att det är denna omkombinerande verksamhet inom företagen som åstadkommer de stora produktivitetshöjande effekterna. De företag som inte lyckas "under denna rubrik" stagnerar i allmänhet i sin utveckling och sorteras så småningom bort i konkurrensen (se vidare Jagréns kapitel III i denna skrift).

På den lägsta nivån pågår rutinarbete och rationalisering. Mellannivån handlade om vertikal och horisontell administrativ informationshantering och kontroll. Tjänstemannanivån, där "middle management" verkar, har blivit ett nyckelbegrepp i modern managementlitteratur.

På den övre nivån huserar den exekutiva (verkställande) ledningen under kontroll av en mer eller mindre aktiv och spridd grupp ägares långsiktiga förräntningskrav på sitt kapital.

De olika nivåerna kännetecknas *inte* av intimt samarbete. Simultana totalbeslut från den nyklassiska planeringsteorin är praktiska omöjligheter i ett företag och i den experimentella ekonomi vi diskuterar även teoretiskt "olämpliga". Att det totala beslutsfattandet i ett företag i första hand är ett organisatoriskt problem understryks av att de olika nivåerna, särskilt de två övre, ständigt står i ett inbördes konfliktförhållande som inte kan lösas med hjälp av analys och samarbete (se Eliasson 1976 samt kapitel II).

Den koordinerande mellannivån handhar "administrationen av existerande strukturer", för att återigen citera Schumpeter. Det handlar framför allt om att fördela investeringsresurserna över organisationens olika enheter. Budgetarbete, långtidsplanering och investeringskalkylering utgör välkända styrintstrument. Dessa funktioner har med växande abstraktionsgrad behandlats i budgeterings-, planerings- och portföljteorierna.

På den högre beslutsnivån förstörs och nyskapas strukturer. Samtidigt kräver de koordinerande besluten på mellannivån pålitliga informationssystem. Detta förutsätter stabila inre strukturer som gör det möjligt att använda intern erfarenhet som underlag för plane-

ring och kravställande inför framtiden. Problemet är alltså följande. Trots att kunskapen är ojämnt fördelad måste principalen (ledningen, ägaren) ändå ställa hårda (men rimliga) lönsamhetskrav. Definitionen på organisatorisk kompetens är ofta ledningens förmåga att ställa rimliga krav som ligger på gränsen till vad som är långsiktigt möjligt att åstadkomma. Denna kompetens handlar om organisationen av företagets interna informationshantering uppåt och nedåt i hierarkierna, vilket i allt väsentligt är en fråga om hur mänsklig kompetens organiseras i företaget.<sup>1</sup>

Den strukturförändrande verksamheten på det närmast högre planet förstör informationen i de centrala kontrollsyste[m] som möjliggör effektivt internt kravställande ("targeting") och som därför avgör effektiviteten i de koordinerande besluten. Samma information kan dessutom sällan användas som underlag för de strukturförändrande besluten. Eftersom de verkligt stora produktivetsförändringarna handlar om strukturförändring, är det klart att samarbete mellan de två nivåerna inte är den effektiva beslutsordningen. Mellannivån motsätter sig av egenintresse de strukturförstörande besluten och bidrar därför till en konservering av gällande inre strukturer i företagen. Därför måste denna nivå av långsiktiga effektivitetsskäl vara underställd den högre nivån med risk för att dess auktoritära beslut (ofta) blir fel, därför att den ofta inte är fullt informerad bl a om situationen på lägre nivåer. Även om aktiva ägare inte nödvändigtvis krävs för dessa högnivåbeslut, spelar *ägarfunktionen* sin kanske viktigaste roll genom sin förmåga att mot de lägre nivåernas motstånd och övertygande analys driva igenom brutala förändringar i en organisation. Det är därför lätt att förstå att om "brutaliteten" försvagas genom att de konservativa lågnivåkrafterna får tillfälle att förlama ägarfunktionen så försämras också de långsiktiga möjligheterna till förnyelse hos industrin. Nya experiment får sämre möjligheter att störa, och misslyckade experiment fasas inte ut lika effektivt.

<sup>1</sup> Den MIP-procedur för upprepat kravställande, uppföljning och kontroll som beskrivs i Eliasson (1976) och som dominerar storföretags interna styrsystem, är i grunden samma "principal agent"-relation som kommit att dominera finanslitteraturen under de allra senaste åren. Men MIP-proceduren har strukturerats för att vara ändamålsenlig i en miljö där beslutsfattarnas kunskap om såväl sin interna som sin externa miljö är begränsad. "Bounded rationality" i Simons (1955a) terminologi föreligger. Se även *Hur styrs storföretag? En studie av informationshantering och organisation*, IUI, Liber, Stockholm 1984.



## 4 Förvandling och nyskapande – hur ser det ut i svensk industri?

Detta avsnitt sammanfattar kapitlen III till och med VI, som från olika utgångspunkter beskriver svensk industris omvandling under ett historiskt skede.

### 4.1 Några kännetecken

Först studeras *hur tillväxten i makroaggregaten bärs upp*. Växer alla företag i samma takt eller är det några enstaka företag som håller hela aggregatet i rörelse (Jagrén, kapitel III)?

Därefter studeras den för makroaggregatens stabila tillväxt så viktiga diversifieringen och spridningen av olika prestandamått. *Hur bibehålls differentieringen i en industris strukturer* (Jagrén, kapitel III)?

Som ett *tredje* inslag studeras i detalj hur den förnyelseprocess som ägt rum i olika delar av svensk industri går till. Jagrén analyserar i sitt kapitel *storföretagen*. Björklund (kapitel V) studerar en grupp av vad vi kallar *kulissföretag*, som man hoppas ”står beredda” att så småningom bli de nuvarande storföretagens ersättare. Örtengren (kapitel IV) presenterar de *krisföretag* som vi av olika anledningar har svårt att bli av med.

Det blir, för det *fjärde*, särskilt viktigt få ett grepp om hur *skrotningsbesluten* tagits i svensk industri (Örtengren, kapitel IV). Vad blir kostnaden för en felinvestering om verksamheten läggs ned, jämfört med om man fortsätter att driva produktionen av sysselsättningsuskäl? Ägarproblematiken har nu förts in i bilden.

Därför diskuteras, för det *femte*, i Örtengrens och i Bjuggrens kapitel (IV resp VI) hur ägarfunktionens organisation påverkar förnyelse och skrotningsbeslut. Vad vinner man på att lyckas? Hur påverkar företagstyp och formerna för ägarnas inflytande företagens ekonomiska effektivitet? Vad kostar det att misslyckas? Vad kostade egentligen det stora industrisubventionsprogrammet svenska folket?

Vi avrundar detta kapitel med att diskutera strukturomvandlingens makroeffekter.

Dynamisk konkurrens och långsiktigt stabil tillväxt förutsätter dels en ständig förnyelse via innovationer, dels en ständigt pågående avveckling av icke konkurrenskraftig produktion. Snabb tillväxt på mikroplanet förutsätter en i motsvarande mån aktiv, experimentell förnyelseverksamhet så att tillräckligt många innovationer får tillfälle att mogna kommersiellt och i industriell skala. Eftersom de nya affärslösningarna hela tiden utsätter de gamla ”lösningarna” för

konkurrens, blir i motsvarande mån utslagningen snabbare. Balansen mellan förnyelse och avveckling blir också i motsvarande grad svår ju högre den experimentella förnyelsetakten är. Särskilt svårt är att hantera den sociala sidan av utslagningen.

## 4.2 Är förnyelseaktiviteten tillräcklig?

Jagréns studie (kapitel III) visar tillväxtens fördelning på ett slumpmässigt urval av 115 företag i 1918 års företagsbestånd. Resultatet är att hälften av företagen försvunnit genom nedläggning eller uppköp av andra företag. Den andra hälften har mer eller mindre stagnerat på oförändrad nivå. Att aggregatet ändå vuxit snabbare än industrin totalt mellan 1918 och nu beror på att två företag, Electrolux och Bofors, utvecklats exceptionellt snabbt under hela perioden.

Frågor som Jagréns resultat reser är *dels* huruvida detta är en normal bild för varje slumpmässigt utvald kohort av företag, *dels* vad som händer om förnyelseaktiviteten inte är tillräcklig, dvs om inte tillräckligt många snabbväxande företag undan för undan dyker upp i svensk industri. Vad händer om förnyelseaktiviteten tar en paus under 20 år, säg under 70- och 80-talen? Vi skall i sammanhanget erinra oss att när urvalet för 1918 drogs tillhörde inte Electrolux och Bofors gruppen Sveriges 25 största företag. Jagré konstaterar också att det i medeltal tog 25 år för de 40 största svenska industriföretagen att nå storleken "1 000 anställda" och mycket tyder på att det tar ännu längre tid i dag. Dessutom har en del av den tillväxt vi observerat hos t ex Electrolux skett genom uppköp av andra företag och därmed sannolikt i någon mån genom vad vi samtidigt registrerat som avveckling i andra änden av "kohorten".

Jagréns studie ger en bild av storföretagen som specialister på att köpa in sig i små, lovande innovativa företag för att snabbt föra innovationer från pilotprojekt till marknadsintroduktion i industriell skala. Björklund (kapitel V) å andra sidan har studerat en grupp specialkemi- och biokemiföretag i syfte att få ett grepp om "återväxten" av tillväxtkandidater i en bransch, som i debatten tillsammans med elektronikindustrin ofta ansetts representera den industriella framtiden.

Björklund observerar en livlig förnyelseverksamhet. Jagréns resultat, att det tar mycket lång tid för ett litet framgångsrikt företag att bli ett stort företag, bekräftas. Följaktligen finner Björklund ett antal visserligen snabbväxande och teknologiskt avancerade men fortfarande mycket små företag. En betydligt längre observationsperiod än Björklunds 10 år behövs för att få ett grepp om tillväxtmekanismerna hos denna grupp småföretag. Detta stöder deras tidigare observation att det inte verkar vara något fel på den teknolog-

iska innovationsnivån på nyetableringssidan i svensk industri. Där-  
emot förefaller det, enligt Reitberger – Utterbacks (1982) tolkning  
av intervjuerna, att saknas en ambition hos ägare och företagsled-  
ning i dessa nyetablerade, högteknologiska företag att bygga impe-  
rier och växa sig stora. När det gäller ambitionen hos företag att  
bygga imperier observerade också Erik Dahmén redan 1950 (s 229)  
samma sak. Vi frågar oss dels om situationen på något radikalt sätt  
förändrats sedan dess, dels om studier i andra länder, t ex i USA,  
skulle ha givit ett annorlunda resultat.

Den sammanfattande bilden är därför att de stora företagen svar-  
ar för nästan hela volymtillväxten i svensk industri och dessutom  
för en betydande del av den teknologiska förnyelsen. Samtidigt är  
det svårt och tar framför allt lång tid för ett litet företag att växa sig  
stort.

Björklunds studie understryker ett antal kännetecken på industri-  
företagets förnyelse som direkt och indirekt kan kopplas till ägar-  
funktionens utövande. Björklund observerar hur de etablerade,  
priskonkurrerande bulkproducenterna, vars existens står och faller  
med en överlägsen processeffektivitet (kostnadsminimering), för-  
sökt omorganisera sig för specialkemikalieproduktionen och tekno-  
logisk konkurrens med produktkvalitet. Läkemedelsföretagen står  
högst på "kompetenslistan". Ett helt nytt och mycket mer avancerat  
kunnande än företaget tidigare haft krävs för denna transformation,  
dvs i praktiken ofta nya människor i stora delar av företagets organi-  
sation. Sådana förändringar möter normalt motstånd från organisa-  
tionens inre led. Människor rankas ned i hierarkierna, får mindre  
att säga till om osv. Normalt behövs ledarbyte och förändringar på  
chefspositioner både för att förnya kompetensen och för att kunna  
driva igenom nödvändiga förändringar. Detta är typiska "ägarupp-  
gifter" Det är också vanligt att företagen misslyckas i sina försök att  
byta teknologi, dvs kunskapskapital.

70-talets kriser knuffade på utvecklingen *dels* genom att gammalt  
kunnande slogs ut ekonomiskt, *dels* genom att något drastiskt måste  
göras, *dels* genom att krisen skapade acceptans för stora föränd-  
ringar och ommöbleringar bland de anställda.

Byte av ledning och kompetens medför radikala förändringar i ett  
företags organisation. Björklund visar hur försöken att förändra fö-  
retagen ofta går till så att existerande intern kompetens komplette-  
ras genom inköp av företag med den speciella kunskap som be-  
hövs, samtidigt som sidoordnad kompetens, som inte skapar syner-  
gieffekter eller vinster, säljs eller avvecklas på annat sätt. Misslyc-  
kanden är vanliga och de intervjuade företagen anger genomgående  
att brist på kompetens, ej pengar, håller tillbaka utvecklingen.

Innovativ nyetablering är likaså en aktivitet som är hårt kopplad  
till individer och personligt risktagande. Detta engagemang är in-

timt förknippat med ägarfunktionens utövande, om den definieras brett. Tillväxten hos storföretagen handlar väsentligen om förmågan att effektivt styra och samtidigt förnya stora affärsorganisationer; en uppgift som kräver en annorlunda typ av kunskapskapital. Men den är också nära lierad med ägarfunktionens utövande och kapitalmarknadens sätt att fungera. Särskilt viktig är förmågan hos ägarna att välja rätt ledning till företaget.

Kapitalmarknadens, särskilt aktiemarknadens, sätt att fungera innehåller som en kritisk funktion "förmågan" att sätta rätt kalibrerade avkastningskrav. Denna förmåga reglerar tillförseln av kritiskt riskkapital och långsiktigheten i investeringsbesluten, men också avvecklingstakten när företagen går dåligt. Innan vi tar upp Örtengrens resultat på denna punkt måste vi dock erinra oss några viktiga omständigheter.

### **4.3 Kontraktets utformning och den reala utvecklingen**

Om företaget, som under senare år blivit vanligt, skall betraktas som ett knippe kontrakt mellan olika intressenter i företaget, måste utformningen av den inbördes organisationen av dessa kontrakt avgöra företagets effektivitet och lönsamhet. Spelar den privata äganderätten någon roll? Denna fråga är inte lätt att besvara empiriskt. Bjuggren går (i kapitel VI) igenom litteraturen och genomför några ekonometriska test på skogsindustrins företag. Han påpekar först att möjligheten att utöva exit- och voicefunktionerna effektivt kräver en fungerande andrahandsmarknad i företagsvärden, dvs en aktiemarknad. Likaså bör verksamhetens vinster kunna tillgodogöras under samma konto som resursen läggs ned. Kontraktets utformning avgör hur ägaren kan tillgodogöra sig framtida och nuvarande kapitalvinster. För skogsägarägda och statliga företag finns ingen fungerande andrahandsmarknad för ägarkontraktet. I det skogsägarägda företaget är det endast vinsten under ett visst år som kan tas hem (primärt genom högre virkespriser). Till skillnad från privata börsnoterade företag finns det inte någon möjlighet att kapitalisera framtida vinster genom försäljning av ägandekontraktet. Dessutom innebär kontraktets regel – en medlem/en röst – att de ekonomiska kontrollmöjligheterna för ägarna (skogsägarna) är mycket begränsade. Båda dessa faktorer påverkar klart effektiviteten i företagen. Även för det statliga företaget ger kombinationen *inget privat vinstintresse* och *ingen andrahandsmarknad* negativa effektivitetseffekter i företaget jämfört med för privata, börsnoterade företag.

Bjuggren får alltså ett klart och förväntat utslag för ägarkontrak-

tets betydelse för företagens vinstresultat. Däremot får han inget utslag för en variabel som mäter ägarkoncentrationen och pilotinnehavets storlek hos privata, börsnoterade företag. Vår tidigare diskussion ger oss anledning att vänta ett sådant resultat. Delvis kan det uteblivna resultatet bero på att Bjuggren i likhet med tidigare undersökningar på området – som erhöll samma resultat – relaterat dessa ägarvariabler till företagets räntabilitet. Effekterna på räntabiliteten är mycket långsiktiga och svåra att fånga ekonomiskt. Samtidigt handlar koncentrationen och pilotinnehavets storlek om incitamenten hos några centrala beslutsfattare att i privat intresse snabbt korrigera kursen när problem uppstår. Denna effekt bör i första hand fångas i *marknadens värdering* av företaget, efter hänsyn till andra, grundläggande omständigheter, som vinst, konjunktursituation etc; en förtroendeeffekt således. De preliminära beräkningar som Bjuggren gjort stöder också denna förmodan.

#### 4.4 Den ”mjuka” industrin förutsätter en innovativ kapitalmarknad

Diskussionen om svensk ekonomis tillväxtutsikter har alltid haft en klar slagsida mot det ensidiga betonandet av industrin som primus motor och dragmaskin för resten av ekonomin.<sup>1</sup> Den ekonomiska utvecklingen under de senaste 20 åren visar dock hur snedvriden denna inriktning av debatten är samt hur farligt det kan vara om en sådan debatt leder till ekonomisk-politiska beslut.<sup>2</sup>

Vi får inte stirra oss blinda på (sysselsättningen i) varutillverkningen, och framför allt inte på sysselsättningen i tillverkning i Sverige i enstaka stora företagsorganisationer. Kan det möjligen vara så att en växande del av tillväxten äger rum i små, ej så snabbväxande företag, till stor del utanför den tillverkande industrin, och att därmed Jagréns historiska observation inte är tillämplig inför framtiden? Tetra Pak är t ex det enda industriföretag som grundats efter kriget och som hunnit in i gruppen ”de 40 största”. Tetra Pak är mer marknadsförare och distributör än varutillverkare. Utanför industrin har vi Hennes & Mauritz och IKEA. Alla tre företagen är internationellt etablerade och välkända och har utvecklat en unik kommersiell kompetens.

<sup>1</sup> En läsning av alla hittills gjorda långtidsutredningar samt alla de ”specialstudier av Sverige”, som följde på 70-talets kriser, ger en god illustration av detta typiska synsätt.

<sup>2</sup> Diskussionen om hur Sverige skulle ”investera sig ur krisen” är bara ett exempel. Se *Att rätt värdera 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985*, op cit, s 56 ff.

Vi vet dessutom att en viktig del av de teknologiskt avancerade förnyelseverksamheterna i ökande grad håller på att brytas loss från industrin och hamna under tjänstesektorn.<sup>1</sup> Detta är särskilt påtagligt inom och runt elektronikindustrin. Det mjuka kapitalets och den avancerade tjänsteproduktionens växande betydelse ställer mycket speciella krav på finansörer för vilka de traditionella finansiella instrumenten inte är särskilt lämpade. Framför allt innebär avsaknaden av en andrahandsmarknad för kunskapskapital ett ökat behov av riskfinansiering och att aktiemarknaden växer i betydelse. Rent statistiskt innebär den utvecklingen att såväl begreppet industri som begreppet företag blir alltmer oklara och instabila till sina innehåll och till sina yttre konturer.

Samtidigt som industrins varutillverkande företag gjorts till primus motor i den ekonomiska tillväxten har man lätt glömt den offentliga sektorns potentiella betydelse.

En analys av den offentliga sektorns plats i tillväxtförloppet får inte begränsas till den offentliga sektorn som producent av infrastrukturer. En sådan analys skulle relegera den offentliga sektorn till andra plats, eftersom den verkligt betydelsefulla infrastrukturen skapas och fortlöpande underhålls i den privat organiserade produktionen. Frågan om den offentliga sektorns betydelse för tillväxten borde handla om en analys av konsekvensen av en annan organisation av den produktion som i dag bedrivs i offentlig regi, dvs om vad som händer om fri, konkurrerande nyetablering tillåts inom viktiga, för närvarande konkurrensskyddade områden som utbildning, sjukvård, viktiga sociala funktioner som arbetsförmedling osv. Att släppa in privat ägande och vinstdrivande verksamhet på dessa under långa perioder hårt reglerade områden skulle vara ett utmärkt "test" på ägarfunktionens betydelse.

Vår sammanfattning har med andra ord på tre punkter framhävt aktiemarknadens växande betydelse för industrin; för nyetablering, för storföretagens expansion samt för den "mjuka", tjänsteproducerande industrins växande finansieringsbehov. Det behov som framträder gäller i lika hög grad kravställande som finansiering och därmed också tillgången till en stabil, professionell och pålitlig värdering av företagen. På detta sätt kommer såväl strukturomvandling som finansiering att kunna äga rum samtidigt utan ovidkommande störningar. Det är ju inte hur stora investeringspengar som ordnas fram och hur stora investeringar som genomförs som avgör produktionstillväxten. Om investeringen hamnar i rätt företag och arbetskraften tvingas bort från dåliga (olönsamma) företag, kan en snabb produktionstillväxt vidmakthållas på en betydligt mindre investe-

<sup>1</sup> Se *Kunskap, information och tjänster. En studie av svenska industriföretag*, op cit.

ringsbudget än vi vant oss vid under efterkrigstiden (se *Att rätt värdera 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985*, op cit, kapitel 2). Det kan dessutom ifrågasättas hur intressant vår traditionella produktivitetsdiskussion under de senaste 30 à 40 åren egentligen varit. Det är kanske tillfredsställande och stabil lönsamhet snarare än produktivitetstillväxt i fel industrier som vi vill ha (se Carlsson 1987).

Hur ser det nu ut vad gäller riskkapitalmarknadens viktiga fjärde funktion, nämligen forcerad avveckling av icke konkurrenskraftig produktion?

#### **4.5 Har utsorteringen av dåliga företag varit tillräckligt snabb?**

Vi citerade inledningsvis Schumpeters betoning av den ”kreativa förstörelsens” betydelse för industriell utveckling. Omoderna höglönebetalande företag i fel marknader och med små förutsättningar att korrigera sin kurs borde, för att citera Strindberg, ”rivas för att få luft och ljus.”<sup>1</sup>

Jagréns studie visar klart hur dominanta i svensk industri (och i svensk ekonomi) som ett relativt litet antal stora, internationella företag är. Vi har tidigare konstaterat att denna bild förmodligen är en nödvändig förutsättning för en rik men liten industriell ekonomi av Sveriges typ. Dominansen har ökat. De 15 största företagen svarade både 1924/25 och 1944/45 för 16 % av sysselsättningen i industrin men 1983 för 37 %. Men det är inte samma företag. Av de 15 största företagen 1924/25 var 9 kvar i gruppen 1944/45 och 5 1983 (se Jagréns kapitel III). Stora företag har inte bara klassats ned. De har även fasats ut, även om det tagit betydligt längre tid än för flertalet små företag och skett under ofta mycket stora politiska våndor.

Efter att sedan krigets slut ha fungerat helt efter den gamla svenska modellens hårdföra reglemente (se Eliasson – Ysander 1981) utsattes ”avvecklingsmekanismerna” för stora påfrestningar under 70-talets krisår. En större andel än tidigare – uppemot 15 % av industrikapitalet i svensk industri – utsattes för ett omedelbart utslagningshot. Detta var avsevärt mer än i övriga industriländer på grund av Sveriges ovanligt stora andel basindustri. Viktigast för de politiska beslut som följde var kanske att stora företag med sysselsättningen koncentrerad till få platser, särskilt till regionalt känsliga områden, var hotade. Denna situation inträdde plötsligt efter 20 års tillväxteufori, den gröna vågen och en känsla att de rika industriländernas invånare kunde kosta på sig allt möjligt i form av trygghet

<sup>1</sup> Strindberg, A, ”Esplanadsystemet” i *Dikter på vers och prosa*, Stockholm 1883.

och bekvämlighet. Den statliga industripolitiken satte i ett slag det naturliga, marknadsstyrda avvecklingsmaskineriet ur spel.

Örtengren konstaterar i kapitel IV att medan jordbrukets sysselsättning hade minskat med drygt 1000 fulltidsarbetande i månaden sedan 1950, dvs motsvarande en nedläggning av ett större skeppsvarv var tredje eller fjärde månad, blev det nu omöjligt att ens avveckla enstaka varvsanläggningar. Först på 80-talet började varven stängas. Våra tre stora krisstålverk finns fortfarande kvar, nedbantade med hjälp av enorma bidrag och subventioner samt internt moderniserade med en vördnad och till kostnader som tyvärr inte ens kommit kulturminnesmärken till del. Som Örtengren visar har krisföretagens sysselsättning under denna period inte krympt mycket snabbare än jordbrukets. Detta är ett utslag av en mycket speciell utformning av ägarfunktionen, nämligen den när en kapitalägare utan den traditionelle kapitalistens vinstintressen träder in.

Ursprungligen utgick alla sådana industripolitiska satsningar från att en lönsam långsiktig förnyelse av företagen kunde åstadkommas inifrån, men att de privata ägarna inte var villiga att ta på sig denna uppgift. Ingen av satsningarna har dock hittills givit marknadsmässig avkastning på det tillskjutna kapitalet. I den allmänna vinstuppgången efter 1982 svingade sig i ett par fall vinsten upp på en nivå som om den behålls framöver kan komma att ge rimlig avkastning på det satsade kapitalet. I flera fall, framför allt Svenska Varv och SSAB, är det uppenbart att endast om alla statligt tillförda kapitaltillskott och subventioner skrivs ned till noll kan lönsamheten ses som acceptabel. Andra värden måste därför ha skapats för att denna pietetsfulla renovering av stora delar av vår gamla basindustri inte skall betraktas som ren kapitalförstöring.

Men har verkligen sysselsättningen räddats? Antalet anställda i krisföretagen minskade med 31 % mellan 1976 och 1983. Trots ett industristöd som översteg hela lönekostnaden under ett antal år har Sverige snart inga som är sysselsatta med att bygga stora civila fartyg. Den samlade bilden är att stödinsatserna gav ett tillfälligt andrum, men att till syvende og sidst de ekonomiska realiteterna gjorde sig gällande.

Örtengren gör också jämförelser med liknande "privata" stödinsatser i svensk industris historia. Det har vid ett flertal tillfällen förekommit att ägare, storföretag, eller – tidigare när detta var tillåtet – en bank har hållit en krisdrabbad verksamhet ekonomiskt under armarna under många år. Utan Stockholms Enskilda Banks hjälp i början av 1900-talet hade sålunda ASEA gått under. Efter deflationskrisen 1921 hade samtliga affärsbanker betydande ägarengagemang i krisföretag.

Skillnaden i reella motiv är dock kristallklar. Sysselsättningen var aldrig något motiv för sådana privata ägarengagemang. De politiska



ingredienserna saknades helt. Motivet var framtida vinster. När en realistisk bedömning visade att några sådana vinster inte var att vänta avvecklades det privata stödet. Moralen från Örtengrens analys av staten och det offentliga som ägare kan uttryckas ungefär så här: det offentliga, centralt eller lokalt, kan mycket väl visa upp betydande innovativ förmåga inom industriell verksamhet, men den politiska beslutsprocessen saknar förmåga till effektiv vinstkontroll och snabb avveckling när misstag identifierats.

#### 4.6 Makroeffekterna av det statliga ägandet

Det statliga ägandets betydelse kan med andra ord inte enbart bedömas utifrån storleken av de direkta kostnaderna i form av förlorade kapitalinsatser. Denna verksamhet ägde rum i en skala som påverkade hela makroekonomin på ett sätt som gör det särskilt intressant att ta upp den statliga industripolitiken i ett sammanhang där ägarfunktion och aktiemarknad diskuteras. Vad händer när experimentverksamheten i den kapitalistiskt organiserade marknadsekonomin centraliseras? Vad händer när de många små misstagen, här och där avbrutna av framgångar, ersätts med ett enda stort experiment i centralpolitisk regi?

När det gäller att förstå makroeffekterna av staten som ägare är det lärorikt att börja med följande illustration. Medan förlusterna tornade upp sig i de fem offentligt ägda och statligt styrda krisföretagen, syntes ingen förändring utöver en normal konjunkturvariation i den övriga "friska" industrins *vinstmarginaler* (se Örtengrens figur 3a). Trots den relativt sett gynnsamma vinstutvecklingen stagnerade ändå den "friska" industrins produktion helt mellan 1975 och 1982.

Det bästa hade naturligtvis varit om den svenska kronan revalue-rats 1974 så att basindustrins vinstboom helt uteblivit. Då hade investeringen i basindustrin till stora delar också uteblivit och krisindustrin under 70-talets andra hälft varit avsevärt mindre. Näst bäst hade varit om krisföretagens moderna anläggningar helt enkelt hade stängts efter 1975, när misstagen blev uppenbara. Den sämsta lösningen valdes: driften bibehölls med den nye ägarens pengar, dvs statliga subventioner. Den stora kostnaden av denna politik var att tillväxten hölls tillbaka i den övriga, potentiellt framgångsrika industrin, därför att arbetsmarknadens mekanismer sattes ur spel. Framför allt satte de – trots krisen – höga lönerna i basindustrin riktlinjer för resten av industrin. Det var helt enkelt inte möjligt för de företag som ville växa att rekrytera folk utan att gå upp till krisföretagens lönenivå. Då försvann lönsamheten och tillväxten uteblev. Svensk industriproduktion stod stilla under 10 år. Subventionspolitikens effekter på lönerna verkar ha varit den viktigaste förkla-

ringen till att även den "friska" industrin stagnerade och att den totala, negativa produktionseffekten blev så stor jämfört med utvecklingen i industriländerna i övrigt.<sup>1</sup>

Som Örtengren påpekar är det ingenting märkvärdigt med detta. Om utvinningsbar olja hade upptäckts i Sverige på 70-talet eller om några magnifika uppfinningar kommit i industriell produktion så hade övrig industri pressats tillbaka. Att ny, framgångsrik industri åstadkommer denna "crowding out"-effekt är ett normalt inslag i industrins förnyelse. Att med statligt industristöd till de sämsta företagen trycka ut den bästa industrin är dock något helt annat.

Fyra slutsatser från Örtengrens analys bör alltså framhållas särskilt. Först och främst har vi de negativa produktionseffekterna av stödpolitikens inverkan på faktorpriserna, särskilt lönerna. Om statens framgång som företagare och ägare, för det *andra*, mäts med förmågan att skapa långsiktigt livskraftiga företag av krisföretag så har staten misslyckats kapitalt. För det *tredje* har det politiska systemets oförmåga att korrigera misstag genom att i egen regi snabbt avveckla ekonomiskt omöjliga verksamheter klarlagts. För det *fjärde*, slutligen, har utvecklingen demonstrerat det politiska systemets oförmåga att *lära* av sina misstag. Subventionerandet av omöjliga ekonomiska aktiviteter stoppades inte av rationella överväganden utan först när budgetutvecklingen blev kritisk. Kärnfrågan var alltså att politikerna inte ställde några lönsamhetskrav på användningen av skattebetalarnas pengar. De utomordentligt stora kostnader som förorsakats samhället av denna den politiska maktens naturliga inneboende oförmåga att klara marknadens två viktigaste konkurrensfunktioner (innovativ nyetablering och kreativ utsortering) måste alltså, för att inte räknas som ett 100-procentigt misslyckande, ha skapat andra samhällsvärden. Det enda Örtengren kan peka på är en viss fördröjning av nedgången i krisföretagens sysselsättning, som ändå skulle ha ägt rum. Denna fördröjning kostade samhället avsevärt mer än de löner som betalades ut till de arbetare som tillfälligtvis fick vara kvar på sina jobb. För åtminstone varvs- subventionerna gäller att verkstadsindustrin i övrigt (särskilt i Göteborgs- och Malmöområdena) därmed gick förlorad yrkesutbildad arbetskraft som från slutet av 70-talet kom att bli en bristfaktor.

<sup>1</sup> Se Carlsson – Bergholm – Lindberg (1981) och Eliasson – Lindberg (1981).

## 5 Ägande, förnyelse och marknaden för företagens värdering

### 5.1 Är ägandet ett problem värt att särskilt studera?

Ägarproblemet har nu introducerats i tre steg. Först har sambanden mellan innovationsaktiviteter och den makroekonomiska tillväxten – det önskade slutresultatet – studerats. Därefter har diskuterats hur ägandets former påverkar innovationsaktiviteten (via incitement, organisation m m). Slutligen studeras – i detta avsnitt – *hur resultatet (vinsten) av innovativ verksamhet fördelas, hur fördelningen påverkar ägarfunktionens ekonomiska effektivitet samt omvänt hur innovativ verksamhet påverkar även fördelningen av vinstresultatet*. En fråga är vilken roll existensen av välordnade marknader för företagsvärdering härvidlag spelar. Eftersom vinst kan uppstå på många sätt – monopol, råvarutillgångar, teknisk skicklighet, tur – kommer vi inte ifrån frågan hur de regler som skall *fördela vinsten* bäst skall struktureras för att vinsten skall uppstå på sådant sätt att produktionens effektivitet samtidigt blir optimal. Detta är i grund och botten samma fråga som Adam Smith en gång ställde. Han bekymrade sig för aktiebolaget, eftersom han felaktigt uppfattade det som en monopolinstitution som på ett för samhället inte önskvärt eller rättvist sätt roffar åt sig oförtjänta vinster. För honom var det viktigt att en effektiv koordinering och en specialiserad produktionsapparat krävde att resultatet kom alla till del på ett rimligt sätt. Denna dynamiska självreglering av en ekonomi kallade han marknadernas ”osynliga hand”. Vad vi fört in i bilden (se Eliasson 1986f) är den kontroll av monopolistens vinstmöjligheter och beteende som teknologisk konkurrens utövar.

Detta avsnitt koncentrerar alltså uppmärksamheten till frågan vad en fungerande marknad för företagsvärden och kontroll betyder för den balans mellan förnyelse och avveckling som diskuterades i det förra avsnittet.

Huvudproblemet är då inte moral och etik utan hur marknadens organisation bäst bidrar till den förnyelse och avveckling som bidrar till maximal och långsiktigt stabil makroekonomisk tillväxt i produktionen. Detta innebär även att det ekonomiska systemets regler innefattar underförstådda kriterier för vad man måste acceptera i form av ojämna fördelningsutfall.

## 5.2 Fördelningen – ägarnas kontrakt

Ägarkontrakt kan vara utformat på många olika sätt och en relativt bred analys av kontraktens utformning och företagets skötsel i svensk skogsindustri återfinns i Bjuggrens kapitel. Till en början koncentrerar vi oss på aktiebolaget som dominerar i svensk industri och den definition av överskottet som aktiebolagslagen använder. Ägarna i ett aktiebolag har ett *residualkontrakt* med rätt till del i företagets överskott, efter det att andra faktorer tagit ut sin ersättning. Ägaren kan påverka utdelningsbeslutet, beslutet att nystarta företag, gå ihop med andra företag eller lägga ned delar av, eller hela företag. Utöver utdelningen kan aktieägaren få del i vinsten i ett företag genom kapitalvinster på aktierna. Dessa kapitalvinster bestäms av hur andra placerare på aktiemarknaden värderar företaget. Skattelagstiftningen spelar självfallet en stor roll för utfallet av denna värdering. En fråga som uppmärksammats i ett flertal IUI-studier har varit de incitament som skatterna ger att ”låsa in” pengar i företagen genom nedplöjning av vinster. Eftersom skatteläckaget blir stort om vinsten tas ur företagen som utdelning för att via aktiemarknaden kanaliseras till investeringar i andra verksamheter, är det ofta mer lönsamt för ägaren att låta pengarna stanna i företaget för att där investeras till lägre förräntning än vad som annars skulle ha blivit fallet. Avkastningen i form av kapitalvinster till ägarna blir trots detta större. Men det ger upphov till effektivitetsförluster i industrin och lägre produktionstillväxt.<sup>1</sup>

## 5.3 Marknaden som kravställare

För att få problemen väl definierade inleder vi med en observation från Prattens (1976) jämförelse av svenska och engelska företag. Pratten fann att engelska företag vid mitten av 60-talet var avsevärt större än ”motsvarande” svenska företag betraktade som finansiella organisationer (”koncerner”), men avsevärt mindre än de svenska när det gällde anläggningarnas storlek och möjligheterna att utvinna skalfördelar i tillverkningen. Arbetsproduktiviteten i tillverkningen och produktionstillväxten visade sig vara helt överlägsna i de svenska företagen.<sup>2</sup> Däremot uppvisade de engelska koncernerna en något högre lönsamhet än de svenska. Det statistiska material

<sup>1</sup> Se Södersten – Lindberg (1983), Eliasson – Lindberg (1981) samt Specialstudie VI i *Att rätt värdera 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985*, op cit.

<sup>2</sup> Företagen hade matchats så att branschspecifika struktureffekter någorlunda kontrollerades i jämförelsen.

som Pratten använde sig av tillåter inte alltför långtgående slutsatser. Framför allt saknas helt lönsamhetsdata för en längre period. Den fråga som naturligt inställer sig är dock vart de engelska vinsterna tog vägen. Uppenbarligen återinvesterades de inte i industrin. I så fall hade antingen kapitalförräntningen sjunkit eller också en snabbare produktionstillväxt kunnat konstateras. Matematiken är relativt klar på denna punkt.

Industrin i England tappades på finansiella resurser på samma sätt som t ex svensk textilindustri tappats på finansiella resurser under hela efterkrigstiden. På detta sätt upprätthölls en hög kapitalförräntning i de engelska industrierna. Endast de bra företagen fick behålla sina pengar för investeringar. Detta är exakt vad man önskar se på en effektiv marknad. Om kompetensen att förränta kapitalet i framtiden saknas i de företag som råkar ha kompetens att tjäna pengar just då, skall marknaden tvinga ut vinsterna ur företagen för investeringar i andra, mer kompetenta företag. Saknas den nödvändiga kompetensen i industrin bör självfallet pengarna ta vägen någon annanstans.<sup>1</sup> Aktieägarna har en (påverkande) uppgift när det gäller att ta av en icke kompetent företagsledning de finansiella resurser den disponerar. De kan sälja ut så att kursen sjunker och företaget får svårt att attrahera externt kapital. De kan sälja till ägare som är beredda att gå in i företaget och agera, t ex byta ut företagets ledning eller förändra företagets struktur. "Raiders" är en extrem variant på denna funktion. Vi ser mycket klart (från Örtengrens kapitel) hur det går när denna "exitfunktion" försätts ur spel och när aktiemarknadens lönsamhetsprövade finansieringstillskott ersätts av frikostiga statliga subventioner till undermåliga företag med överbetald arbetskraft.

## 5.4 Skalfördelar och riskkapital

En annan fråga vi kan ställa är huruvida storleken i verksamheten fortfarande är av särskild betydelse. Var finns i så fall skalfördelarna i dagens industri? Vi kan konstatera att skalfördelar i finansieringen är viktiga när stora finansiella risker skall tas, som vid omvandlingen av våra storföretag under 70- och 80-talen. De svenska företagen har de facto i ökande utsträckning blivit storföretag i meningen finansiella organisationer. Detta gäller i dag även i en internationell jämf-

<sup>1</sup> Finns det ingen kompetens att förränta kapitalet inom ett land har prisbildningen kommit i olag. Den svenska "kostnadskrisen" i mitten på 70-talet är ett exempel. Det viktigaste skälet härvidlag var självfallet trögheter i växelkursernas anpassning.

förelse (se Jagréns kapitel III). Men man skall i sammanhanget inte glömma bort Elextrolux "filosofi", nämligen att det endast är genom kombinationer av skalekonomier i tillverkning och i marknadsföring (kalla det marknadsdominans) som det går att uppnå lönsamhet för "mogna", icke högteknologiska produkter.

Om marknaden för en specialprodukt är liten, blir också den absoluta skalan på tillverkningen liten. Men många framgångsrika svenska små industriföretag har lyckats hitta produktområden, där de helt dominerar den internationella marknaden. Svensk industri har varit framgångsrik i sådana "nischer".<sup>1</sup> Flera företag har vuxit sig så stora på avancerade produktmarknader att finansieringskraven för fortsatt tillväxt blivit mycket kännbara, när de tvingats öka sin absoluta storlek för att behålla sin marknadsdominans. Denna typ av expansion gäller endast till en del – och en minskande del – tillverkningsapparaten. De stora finansieringskraven härrör från investeringar i marknadsuppbyggnad och produktutveckling, områden som den existerande kapitalmarknaden är illa rustad att försörja med resurser. Riskkapitalmarknaden, särskilt den känsliga och fortfarande inte särskilt stora venturemarknaden, är tillsammans med storföretagens egna resurser de i många fall enda återstående finansieringskällorna.<sup>2</sup> Venturemarknaden är i detta val vad ekonomin behöver. Direktfinansiering från (eller uppköp av) storföretagen kan ej alltid anses vara en ändamålsenlig finansieringsform för små företag, som önskar att snabbt expandera, försåvitt de inte omedelbart passar in i det stora företagens marknads-, produktions- och kunskapsstruktur.

## 5.5 Nya företagsformer

De 37 största svenska företagen satsade 1978 enligt en djärv beräkning<sup>3</sup> 52 % på investeringar i maskiner och anläggningar, medan resterande 48 % fördelade sig dels på FoU (huvudsakligen produktutveckling), dels på marknadsföring. Den senare siffran är med säkerhet betydligt högre i dag. Låt oss räkna "lågt" med en 50-50

<sup>1</sup> Se Carlsson – Dahmén et al (1979). I denna skrift återfinns flera centrala teser i Porters (1985) mycket lästa och citerade bok.

<sup>2</sup> Bankernas minskade benägenhet att ta traditionella kreditrisker är ett särskilt "strukturproblem". Se diskussionen i kapitel II, s 203 om "industri banker" och relationerna mellan industri och banker i Västtyskland.

<sup>3</sup> Se s 53 i *De svenska storföretagen – en studie av internationaliseringens konsekvenser för den svenska ekonomin*, IUI, Stockholm 1985.

fördelning. En motsvarande grupp företag satsade 1986 globalt 34 miljarder kronor på maskiner och anläggningsinvesteringar. Med dessa proportioner skulle alltså de tre investeringskategorierna totalt och globalt ha slukat 68 miljarder kronor 1986, att jämföra med hela industrins investeringar i maskiner och anläggningar i Sverige på knappt 30 miljarder kronor. De totala finansieringskraven på de växande moderna svenska storföretagen är således formidabla. Ericssons dubbla finansieringskrav från mjuka investeringar i telekommunikationsområdet och från "Information Systems" får illustrera det problem som nyligen lösts genom försäljningen av Facit och Datadivisionen till Design Function respektive Nokia. I vilken utsträckning kommer framtida krav på riskfinansiering från en långsiktigt framgångsrik svensk industri att gå långt utöver den svenska kapitalmarknadens kapacitet? Detta är en fråga delvis om den svenska kapitalmarknadens organisation, delvis om konkurrerande efterfrågan på resurser, t ex från den offentliga sektorn.

Kapitalmarknaden är än så länge inte särskilt väl utvecklad när det gäller innovativa "instrument" för att klara finansiering och stora risker i ett paket. Det finns för det första ingen tradition att hantera stora volymer finansiering vad gäller mjukt kapital. Om vi går utanför aktiemarknaden erfordras fortfarande "in-teckningsbara" och synliga objekt, även om de representerar mycket små värden jämfört med affärsorganisationens samlade kunskapskapital. För det andra är ett enstaka storföretags risk ofta så stor att den svenska aktiemarknaden inte sällan har svårigheter att ta på sig densamma. Här krävs återförsäkringsarrangemang av den typ försäkringsbolagen har. Den relativa avsaknaden av riktigt förmögna familjer med stora likvida resurser samt ett ur allokeringssynpunkt omöjligt skattesystem är två skäl till att kvantitativa begränsningar av riskkapitalet kan existera. Kapaciteten kan naturligtvis ökas ytterligare om utländska placerare släpps in, dvs om den svenska aktiemarknaden integreras med andra länders aktiemarknader.<sup>1</sup> Men detta kan knappast ske utan en anpassning av svenska skatteregler till dem som gäller i den internationella miljön.

Men riskkapitalet i ett företag kan ta sig många olika former. Amerikanska skräpobligationer ("junk bonds") definierar en särskild marknad för riskfinansiering som ligger nära aktieformen. Kreditrisken är mycket stor. Traditionella säkerheter krävs ej. Placerarna räknar kallt med att ett antal sådana lån kommer att "fallera". Men förräntningen är i gengäld skyhögt vid ett gott utfall. Lån-

<sup>1</sup> I *Growth Policies in a Nordic Perspective*, ETLA, IFF, IUI, IØI, Helsingfors 1987, föreslår vi att en nordisk aktiemarknad till att börja med bildas för att klara detta problem.

tagarna betalar mycket hög ränta, dels därför att enorma belopp (miljarder dollar) skakas fram mycket snabbt (över några dagar), dels därför att de räknar med att kunna betala eftersom deras investeringar förväntas ge mycket hög förräntning. Särskilt "raiders" har använt sig av dessa obligationer. Dessa lån passar de stora institutionella placerarna alldeles utmärkt. Om de placerar en del av sin portfölj på många sådana lån, kan portföljens avkastning bli betydligt bättre än på traditionella lågriskplaceringar, även om flera "junk bond"-utgivare inte klarar sina förpliktelser. Försäkringsbolagens specialförsäkringar för tekniska projekt ligger egentligen också mycket nära kommersiellt risktagande och kan fås att fungera som en form av riskkapital. Om en stor teknisk-kommersiell försäkring tagits, blir företaget mer kreditvärdigt hos vanliga finansiärer.

Kanske ännu viktigare än att diskutera nya exotiska finansieringsformer är att ställa frågan i vilken utsträckning den svenska ekonomin saknar privat riskvilligt kapital i den omfattning och i så stora poster som krävs för en någorlunda stabil prisbildning och en uthålligt fungerande finansiering. Denna marknadsfunktion handlar om de incitament som styr sparandet till aktiemarknaden snarare än till andra marknader, samt till rätt företag och bort från dåliga företag (informationsaspekten). Vad händer med denna funktion innan børsboomen kollapsat och därefter?

## 5.6 Vart tog resurserna vägen?

Den fråga som Prattens (1976) analys reste var om förräntningskraven, även i den friska delen av svensk industri, sattes lägre än i engelsk industri (se avsnitt 5.3). Pengar återinvesterades ju till lägre förräntning i de svenska företagen än i de engelska. Men företagens interna användning av sina vinster har inte avspeglats i en motsvarande ökning av det reala kapitalet. En förklaring till detta kan vara att de lägre förräntningskrav som den låga alternativavkastningen i Sverige möjliggjort även sänkt effektiviteten i investeringsresursernas användning. Många misslyckade investeringsprojekt har fått skäras av. En annan förklaring kan vara att de tidigare diskuterade mjuka investeringarna dragit stora resurser.

En tredje förklaring kan vara en förskjutning mot en ökad andel rent finansiella placeringar, placeringar som under det senaste decenniet blivit mer lönsamma. Företagens benägenhet att kanalisera en större andel av sina internt genererade resurser till portföljförvaltning har ökat. De svenska devalveringarna i början av 80-talet i kombination med valutaregleringar gav mycket stora likvida resurser, som påtagligt ökade denna tendens. En effektivisering genom avreglering av kreditmarknaden påskyndar dessutom denna utveck-



ling, liksom internationaliseringen av det nationella kreditsystemet. Därmed ställs finansiella investeringsmöjligheter i de internationellt sett bästa företagen och de "bästa" värdepapperen till de inhemska företagens förfogande. Den traditionella produktionens lönsamhet jämförs med dessa referensmått och utsätts därför för hårdare lönsamhetskrav. En sådan utveckling är farlig för ett land som inte vårdat sig om en fortlöpande uppdatering av sin "lokala" industriella kompetens eller som inte kan kontrollera ekonomins interna prisbildning.<sup>1</sup> Resurser kommer då att lämna industrin. Under de senaste 10 åren har dock denna alternativa användning av vinstresurser i första hand skapats av den offentliga sektorns oförmåga att kontrollera sin budget. Stora underskott har drivit upp räntan och gjort det mer attraktivt för företagen att investera i statspapper än i produktion. Tidigare kallades denna effekt i keynesianska termer "crowding out"-effekten. I mer raka ordalag handlar det om en ökad konsumtionsbenägenhet från en stor offentlig sektor, eftersom de förstörda finanserna i nästan alla industriländers offentliga budgetar berott på att den offentliga konsumtionen inte anpassats till den lägre tillväxten i inkomsterna.

Den offentliga sektorns finansiering och (i många länder) stora underskott är i ett avseende direkt relaterat till ägarrollen och finansmarknadens funktionssätt. De senaste åren har kännetecknats av mycket aktivare "placerare" på aktiemarknaden, delvis i Sverige men framför allt i USA. Grovt felaktiga värderingar av företagens substansvärden på aktiemarknaden har skapat incitament för personer som kombinerar finansiellt och industriellt kunnande att tjäna pengar på att köpa upp undervärderade företag. Det gäller *dels* företag som är undervärderade därför att marknaden är dåligt informerad eller inkompetent, *dels* företag som är rätt värderade såsom de vid köptillfället är sammansatta, men vars delar, om det styckas upp, tillsammans har ett mycket högre värde. I det första fallet behöver aktiemarknaden allmänt aktiveras, i det andra fallet förutsätts specialkompetens; en förening av den industriella och finansiella kompetens som "raiders" besitter. Tidigare har denna kompetens, i den mån den existerat, i allmänhet funnits organiserad inom större industriföretag. Det nya, innovativa, är att finansmarknadernas utveckling under senare år gjort det möjligt för betydligt mindre företag, ja till och med privatpersoner att genomföra affärer ("deals") i mångmiljardklassen. Dessa sk raiders dök upp i USA under 70-talet och har under de senaste åren börjat göra sig gällande

<sup>1</sup> Se på denna punkt Eliasson – Lindberg (1986) där det hävdas att den höga reala räntan 1984–87 höjt vinstmarginalkraven i företagen och därmed hållit tillbaka löneglidningen.

i Europa. De har skapat en moralistiskt laddad debatt i USA och även i vårt land. Gör de nytta eller är de till skada? Vi återkommer till detta nedan.

En slutsats som följer av detta kapitel är att en stabil, fungerande, kompetent och bred marknad för företagsvärdering är avgörande för en väl fungerande och stabil tillväxt i en modern, differentierad industri. Då kommer olämpliga företagskombinationer inte att överleva så länge att raiders kan göra snabba eller jättelika vinster på uppstyckning. Då kommer dessutom nya kombinationer av företag att underlättas, därför att det finns en extern marknad som kan ge en opartisk värdering av företaget som det nu ser ut, samt som kräver – för att ställa upp nästa gång – att omkombineringar av företagen sker under för ägarna acceptabla former. Vi avslutar därför detta kapitel med att försöka besvara frågan om ”var den svenska aktiemarknaden just nu befinner sig”. Men vi börjar med en statistisk illustration över hur det sett ut, och vad som händer om företagsvärden på aktiemarknaden blivit helt felsatta, sett i ett långsiktigt perspektiv.

## **6 Vad har marknaden satt för värden?**

Fakta, framtida förräntning och osäkerhet bestämmer ett förmögenhetsobjekts värde. Fakta är i första hand dagens vinster och förräntningen gäller de framtida vinsterna. Man kan vara osäker på hur stora dessa blir samt hur mycket som får behållas sedan staten tagit sitt.

### **6.1 Hur pålitlig är marknadens värdering av företagens substansvärde?**

Figurerna 3 och 4a,b,c visar räntabiliteten och aktiekursernas utveckling under efterkrigstiden. Aktiekurserna är satta i relation till industrins substansvärden.

De goda vinsterna efter kriget skapade stora förväntningar om framtida vinster. Konsekvensen synes ha blivit att aktiemarknaden diskonterade en framtida snabb vinsttillväxt i form av aktiekurser som växte fortare än substansvärdena till mitten av 60-talet. Då började förutsättningarna för fortsatt, lika snabb vinsttillväxt och bibehållen hög räntabilitet att minska. De tidigare årens goda vinster hade dessutom givit upphov till en politisk diskussion om att beskatta kapitalvinsterna hårdare. 1965 skärptes skatten för kapital-

vinster på aktier avsevärt. Även om räntabilitetsnedgången under 60-talet blev måttlig (se figur 3) så blev konsekvensen av de ändrade förväntningarna och skatterna att aktiemarknadsvärdena (q-värdena) gick in i en nedgångsfas. Kurserna började släpa efter substansvärdena i industrin ännu mer än tidigare. Konjunkturuppgången 1969/70 bröt tillfälligt detta nedåtgående mönster. Men det förstärktes desto mer av den begynnande "socialiseringsdebatten" kring löntagarföretagerna några år in på 70-talet. Krisen vid 70-talets mitt knäckte marknaden totalt. Aktiemarknadens värdering av de svenska företagen blev under 1979 så orimligt låg som 40 % av det samlade substansvärdet. Att förväntningar och oro spelade in visat vinst- och utdelningsutvecklingen (se figurerna 3 och 6). Inte heller marknadsräntan, ett mått på alternativa placeringsmöjligheter, kan förklara svackan (se figur 3). Vi kommer dessutom att från Örtengrens kapitel få se, att 70-talets vinstsvacka i den friska delen av industrin, dvs industrin exklusive krisföretagen, endast var obetydligt kraftigare än en normal konjunkturedgång. De börsnoterade industriföretagen hade en klart bättre vinstutveckling än hela industrin, därför att de verkligt stora krisföretagen var eller blev statligt ägda.

Utvecklingen i Sverige var delvis unik (se figur 4c). Världen i övrigt uppvisade under andra hälften av 70-talet relativt normala q-värden, medan den svenska marknaden var klart undervärderad. En häftig uppgång började dock i slutet av 70-talet. Något motsvarande ägde inte rum i omvärlden förrän en bit in på 80-talet och gick inte att jämföra med den våldsamma mångdubblingen av börsvärdet 1982/83 i Sverige. Rekylen 1984–85 verkar ha återfört den svenska börsern till "världsstandard". Under 1987 års "börs kris" verkar inte heller den svenska börsern ha varit mer instabil än "världsindex". Det är dock intressant att observera hur den svenska ekonomiska politiken genom att under 70-talet skapa en extremt felvärderad börs beredde vägen för våldsamma förmögenhetsöverföringar.

Värdeutvecklingen på börsern förklaras delvis av de individuella företagens utdelningar och vinster. För det första finns en positiv korrelation mellan q-värdet och företagets förmåga att förränta sitt kapital utöver industrilåneräntan.<sup>1</sup> Företagen har också en tendens att korrelera den andel av substansvärdet man är beredd att dela ut varje år med just överförräntningen av kapitalet (se figurerna 6). Eftersom denna överförräntning sjunkit sedan början på 70-talet har också utdelningsprocenten sjunkit, dock inte fullt lika starkt som kapitalförräntningen under 70-talets krisår.

<sup>1</sup> Visas ej, men framgår om man jämför sambanden mellan q-värde och utdelning å ena sidan (figurerna 7) och utdelningen och kapitalets förräntning å den andra (figurerna 6).

Eftersom figurerna 6 och 7 visar genomsnittsvärden för 5-årsperioder kan man tolka sambandet som uttryck för långsiktiga förväntningar om vinster respektive om en långsiktig utdelningspolitik. Som en konsekvens av vad som redan sagts är även  $q$ -värdet starkt korrelerat till utdelningarnas storlek. Huruvida det är vinsterna eller utdelningarnas storlek som bestämmer kurs och  $q$ -värden kan vi inte avgöra från denna enkla analys. Det kräver ett betydligt noggrannare studium av hur mycket marknaden vet om respektive företag, dvs om marknaden förmåga att dra egna slutsatser – utöver utdelningspolitiken – om företagets framtida vinster, samt av hur  $q$ -värdena utvecklats för företag med olika utdelningspolitik under i övrigt liknande förhållanden.

Låt oss försöka bedöma marknaden förmåga att rätt värdesätta företagets värden genom att närmare granska de definitioner på  $q$ -värden som använts.

Det i princip korrekta sättet att mäta  $q$ -värden är att använda återanskaffningsvärderade kapitalmätt i nämnaren. Om vi för tillfället bortser ifrån problemet hur denna värdering i praktiken skall gå till, kan ett  $q$ -värde som långsiktigt löper under 1 (som alla år med ett undantag i figur 4a) tolkas på två sätt. Antingen har företagen systematiskt investerat sina disponibla resurser (egen vinst eller lånade medel) till en lägre förräntning än vad som varit möjlig att erhålla nominellt på kapitalmarknaden, eller också är marknaden oinformerad eller inkompetent i andra avseenden. Dålig lönsamhet kan bero på dåliga beslut men också vara en konsekvens av ett ex skattesystemet. Detta samhällsekonomiskt ineffektiva, men privatekonomiskt effektiva, beteende styr då investeringar mot hög avkastning för aktieägaren efter skatt, men låg avkastning före skatt (se Eliasson – Lindberg 1981, Södersten – Lindberg 1983). Vill man slippa denna effekt ändrar man skattesystemet. Den alternativa förklaringen, en dåligt fungerande aktiemarknad, kan också ha sin grund i ovilja hos marknaden agenter att ta risker. Risker kan uppfattas genuint ekonomisk såväl som politisk.

Vi konstaterar först att räntan kommer igen såväl i nämnaren (som ett uttryck för den alternativa placeringsmöjligheten) som i täljaren (i form av en påverkan på aktiemarknadens diskonterings-sats). Kapitalmarknadens effektivitet och jämviktsegenskaper kommer med andra ord i centrum för analysen.

Men detta räcker inte som förklaring. När vi tittar på figur 4c finner vi  $q$ -värden över 1. Här har bokförda värden av det egna kapitalet använts. I princip är detta felaktigt. Men å andra sidan slipper man de omöjliga mätproblem som är förenade med inflationskorrigering av förmögenhetsvärden. Om inflationen är hög innebär detta inte desto mindre att fel av varierande storlek kryper in i en  $q$ -värdeberäkning grundad på historiska, bokförda kapitalvärden. Det kor-

rekta värdet underskattas och detta gäller i högre grad ju effektivare företagens investeringsbeslut är, dvs desto högre förräntningen på industrins investeringar är i förhållande till en tänkt referensränta på kapitalmarknaden.

Kan detta innebära att de konventionella värderingsmetoder som aktiemarknadens experter använder sig av får oss att tro att aktiemarknaden nu är övervärderad, medan en mer korrekt analys visar att substansvärdena fortfarande är undervärderade? Industrins förräntning av sitt produktionskapital verkar ju trots allt ha hållit sig över låneräntan (se figur 3), varför substansvärden i snitt bör kunna anses motsvara riktiga värden.

Låt oss titta på hur marknaden värderat vinster och utdelningar hos individuella företag. Analysen bygger på en sambandsberäkning på punktsvärmarna i figurerna 6 och 7.<sup>1</sup> Varje punkt representerar ett börsföretag som varit registrerat på börsen under alla de år perioderna täcker. Vad vi kan konstatera från denna analys är att de där uppritade regressionslinjerna ligger förvånansvärt stilla över hela perioden 1966-85. Q-värdena är klart positivt beroende av utdelningskvoten. Ett q-värde på 1 skulle ha krävt en utdelning ur substansvärdet på 3-5 % procent under den studerade 20-årsperioden.

Utdelningarnas samband med överförräntningen av kapitalet ligger nästan lika stilla. Endast krisperioden 1976-80 innebar en avvikelser. "Börsens experter" tycks i första hand reagera på utdelningen, ej vinsten, medan företagen stabiliserar utdelningarnas storlek genom att variera uttaget ur vinsten. Detta gäller i första hand "krisperioden" 1976-80, när företagen överlag delade ut mer

<sup>1</sup> Låt U stå för utdelningen i procent av substansvärdet, samma som i q-värdet, samt  $\epsilon$  för överförräntningen över industrilåneräntan i procent. Följande enkla OLS-kalkyler har gjorts:

<i>Period</i>	<i>Utdelningsfunktion</i>	<i>R<sup>2</sup></i>	<i>Samband q-värden och utdelningar</i>	<i>R<sup>2</sup></i>
1966-70	$U=2,4+4,7 \epsilon$ (2,7)	0,17	$q=0,14+0,26 U$ (3,7)	0,28
1971-75	$U=2,6+5,9 \epsilon$ (4,5)	0,36	$q=0,09+0,20 U$ (5,4)	0,45
1976-80	$U=3,4+1,4 \epsilon$ (7,0)	0,59	$q=0,06+0,18 U$ (5,1)	0,43
1981-85	$U=3,3+6,4 \epsilon$ (4,0)	0,32	$q=0,19+0,25 U$ (2,7)	0,18

än de hade pengar till,<sup>1</sup> även om utdelningarna ändå blev så små att de sänkte kursen. Under perioden 1981–85 återfördes sambandet ungefär dit det legat perioden 1966–75. Bortsett från ”krisåren” 1976–80 verkar därför värderingen av företagens nettotillgångar med hjälp av utdelningarnas storlek i stora drag ansluta sig till de samband som gällt under perioden 1966–75. Att q-värden och börserna gått upp mycket kraftigt under perioden 1981–85 beror därför tydligen ej på att värderingsprinciperna ändrats utan på att utdelningarna gått upp och att utdelningen i stora drag backas av en underliggande god förräntning av industrikapitalet. Det är därför särskilt intressant att fråga sig var börsernas q-värden ligger just nu och hur denna värdering skall tolkas i termer av placerarnas förväntningar om framtida utdelningar.

Även om de underliggande värderingsprinciper som marknaden tillämpar verkar ha varit någorlunda stabila, är det uppenbart att den situation som statistiken beskriver för perioden 1966–85 inte var bra för den industriella utvecklingen i Sverige. Att svängningarna i företagens värde och den kollapsade aktiemarknaden 1976–80 speglar en lika våldsamt utveckling hos vinsterna snarare förstärker detta konstaterande. Incitament till kraftiga förändringar i aktieportföljen i samhället fanns, som inte hade särskilt mycket med befrämjandet av långsiktig industriell utveckling att göra. Som en konsekvens av detta inträffade efter 1979 den kraftigaste och snabbaste förmogenhetsomfördelningen i svensk registrerad historia, när aktiekurserna under loppet av fem år allmänt lyfte från q-värden på 40 till ca 110 % direkt efter en tioårsperiod av mycket snabb värdestegring på fastigheter och mark. Utöver q-värdestegringen beror börindexökning även av ökningarna i substansvärdena som ägt rum under senare år. De placerare som gick ur fastighetsmarknaden när den kulminerade 1979 och in i aktier med högt belånade portföljer har kunnat tillgodoräkna sig en enorm värdestegring. Om de dessutom haft tur, kompetens eller information nog att satsa på exakt rätt objekt samt gått ur marknaden alldeles innan kraschen 1987, hör förmogenhetstillväxten en helt annan värld till. Som en konsekvens har det dessutom visat sig att de ägargrupper som såg till den långsiktiga industriella utvecklingen under många år fick en lägre värdetillväxt på sina totala portföljer än de som såg till de snabba vinsterna och var beredda att ändra sin portföljs sammansättning i takt med vind-

<sup>1</sup> Detta är ett rationellt beteende om företaget går dåligt och man inte tror på en bättring. Då bör företagets resurser komma till bättre användning någon annanstans. Om samma utdelningsbeteende är rationellt i en tillfällig recession för att hålla uppe aktiemarknadens värdering av företaget är en annan fråga.

kasten i den krabba sjö som kännetecknat det senaste decenniets aktiemarknad. Väsentliga delar av detta skeende är en konsekvens av den politik med vars hjälp man mot "marknaden" försökt utjämna inkomsterna i samhället samt undandra ägarna de vinster som skapats i företagen (se mer nedan och *Att rätt värdera 90-talet*, op cit, kapitel VII och Specialartikel VI). Automatiska korrigeringar ägde så småningom rum på marknaden för förmögenhetsobjekt. Adam Smith's osynliga hand fungerade med andra ord utomordentligt illa under denna tid och orsakerna skulle kunna sammanfattas med två ord, skatter och inflation, två variabler som länge ansågs ligga under offentlig politisk kontroll. Det är intressant att konstatera att ingen, bortsett från några få insiktsfulla aktörer i marknaden, insåg och förutsåg de komplexa interaktionseffekter mellan olika marknader som skulle följa av priserna med hjälp av att politik sattes "fel" i vissa av ekonomins marknader. Det finns ingen dokumenterad ekonomisk-politisk debatt kring frågan förrän efter det att effekterna inträffat. Detta konstaterande får räcka för att erinra om hur litet vi vet om en marknadsekonomis inre dynamik samt om svårigheten att organisera en effektiv marknad (mer om effektiva marknader i kapitel II).

När aktiemarknaden sätter q-värden i närheten av 50 % på stora, välskötta företag – samtidigt som realistiska bedömare ser att normala förhållanden så småningom måste inställa sig – fungerar denna andrahandsmarknad för kapitalobjekt dåligt. Det blir svårt för placerare som vill markera sitt missnöje genom att sälja (exit), dvs att lämna en undervärderad aktie. De som vill åstadkomma förändring måste gå in och ta över befälet. Det är visserligen billigt att komma in (voice), men han eller hon måste vara långsiktigt seriös för att konkurrera med dem som köper kortsiktigt med snabba vinster för ögonen. Det är svårt för företag som funderar på samarbetsprojekt eller omstruktureringar att med marknadsvärderingens hjälp komma överens om hur de framtida strukturvinsterna skall delas. Vid ett q-värde under 1 sätter ju aktiemarknaden ett lägre värde på företagets substans än det kostar att nyinvestera. Om inte speciella skatteförhållanden och historiskt dåliga investeringar åstadkommit detta, är en sådan situation en klar signal att realinvestandet bör dras ned. Behöver man kapacitet, är det billigare att köpa ett "färdigt" och bemannat företag.

På en fungerande aktiemarknad bör q-värdet på en bred aktieportfölj långsiktigt hamna ungefär vid ett. När detta gäller värderas företagets substans på aktiemarknaden till ungefär vad det kostar att nyinvestera. Det finns dock olika skäl till avvikelse. Skatterna kan, som vi redan påpekat, premiera nedplöjning av vinster i lågräntabla företag; q-värdena kommer då att sjunka. Högräntabla investeringar i kapital som inte aktiveras i balansräkningen (t ex pro-

duktutveckling och marknadsföring) höjer q-värdet.<sup>1</sup> Hög riskaversion hos marknads agenter kan driva ned q-värdena långt under 1. Vi har redan diskuterat de politiska och ekonomiska riskernas effekter.

Om de framtida, förväntade vinsterna på aktiemarknaden diskonteras med den lägre räntan på industrilån, innebär detta att industrins förräntning ligger i närheten av räntan. Figur 3 visar att detta inte normalt gäller. Historiskt har förräntningen legat högre än låneräntan samt aktiemarknadens diskontering av framtida vinster varit snabbare. Mellanskillnaden brukar (se Eriksson – Södersten 1979) tolkas som en riskpremie för ägarna. Om statsmakten organiserar skattesystemet eller påverkar osäkerheten så att q-värdena svänger våldsamt och inte konvergerar mot 1, kan man vara säker på att effektiviteten i resursernas allokering sätts ned.

För enskilda företag kan marknads värdering av substansen klart avvika från företagets dagsaktuella vinstsituation. Avvikelserna skall i princip spegla variationer i det individuella företagets risksituation. Men vi har också diskuterat betydelsen av räntabla satsningar på icke aktiverat, ”mjukt” kapital. Detta innebär att lönsamma högteknologiföretag, t ex läkemedelsföretag, tenderar att ha mycket höga q-värden. De samband som kan registreras mellan företagets överförräntning av sitt kapital och deras q-värden är dock klart positiva och relativt stabila, ett förhållande som torde spegla en viss stabilitet i förväntningsbildningen och uppfattningarna om företagets risksituation.

Att betydande variationer i utvecklingen mellan i dag och i morgon för enskilda företag är ordningen för dagen visar figur 5 men också att det normalt tar en mycket lång tid för ett (stort) höglönsamt företag att bli ett låglönsamt företag, och vice versa. I en fungerande aktiemarknad bör däremot en tillräckligt bred portfölj – dvs en portfölj där individuella företagsrisker tar ut varandra – någorlunda väl ansluta sig till substansernas värdering, om de inte dras ned av osäkerhet eller av att andra marknader är i olag, t ex andra finansmarknader. Man skulle kunna säga att relationen mellan räntan och företagets förräntning i medeltal i figur 3 delvis speglar jämvikten på alla marknader tillsammans.

## **6.2 Stabiliteten i vinsternas och värderingarnas fördelning**

Monopoldebatten i USA har länge sett jätteföretagen som ”permanenta”, monopolskyddade av sin storlek mot allehanda överrask-

<sup>1</sup> Se *Kunskap, information och tjänster*, op cit.



ningar i marknaden, bl a konkurrerande nyetablering. Ursprungligen gällde diskussionen naturliga monopol (en gruva, en lagstiftad rätt att driva handel ensam, industriprivilegierna i den gamla tidens Sverige etc. Även AMS arbetsförmedlande verksamhet eller liknande, av lag eller beskattning skyddade offentliga verksamheter, hör hit). Redan Adam Smith oroade sig för sådana monopol, som han ofta associerade med just aktiebolaget. Denna typ av monopol förklarar dock knappast framgången för företag som IBM eller ASEA-Brown-Bowery, vilka byggt upp sin marknadsledande ställning på teknologisk konkurrens och förvärvat teknologisk överlägsenhet. Inget av de två nämnda företagen går heller säkert i den experimentellt organiserade ekonomi vi presenterat, i vilken en stor del av de internationella företagen arbetar.

Den gamle Schumpeter (1942) hyste oro för möjligheten att företagens innovativa verksamhet skulle kunna rutiniseras, så att det företag som en gång råkat få ett teknologiskt försprång därefter för all framtid skulle kunna behålla detta försprång i kraft av sina resurser och sin förmåga att administrera sin egen teknologiska utveckling. Om det bästa företaget förblir bäst, kan det plöja ned sina egna vinster i egen investeringsverksamhet och så småningom bli ensamt i marknaden. Det stora intresset under senare år för "The Management of Technology" tyder på att många företag själva tror på att man med vetenskapliga metoder kan lära sig att bli teknologiskt överlägsen.

Om företag genom FoU kan uppnå förutsebara skalfördelar i produktionen bryter – som nämnts – traditionell ekonomisk teori samman (se vidare kapitel II). Vi har dock ifrågasatt om denna utveckling överhuvud taget är möjlig i den experimentellt organiserade ekonomi som skisserades inledningsvis och som kännetecknas av fri etableringsrätt och nära nog obegränsade internationella affärsmöjligheter. Svaret är förmodligen nej. Möjligheterna till ohämmad teknologisk konkurrens genom fritt tillträde till marknaderna och öppna gränser håller företagens resurstillväxt i schack. Det är dessutom en vanlig erfarenhet att det är dyrt att ligga först i teknisk utveckling. Man misslyckas ofta vid introduktionen av nya produkter och även om man lyckas får man inte alltid tillbaka kostnaderna, därför att någon konkurrent varit nästan lika snabb och raderat ut den temporära monopolvinsten. Många har inte desto mindre pekat på storföretagens till synes garanterade positioner och stabila vinster som ett tecken på att de tillväxtskapande, temporära monopolerna trots allt är permanenta (se t ex Mueller 1977, 1985). Låt oss därför studera hur stabil vinstutvecklingen varit i våra stora börsnoterade företag.

Figur 5 följer 42 industriföretag över fyra femårsintervall. Kapitets förräntning över industrilåneräntan 1966-70 relateras till mot-

svarande tal 1971-75, 1976-80 respektive 1981-85. De tre punktsvärmarna finns inritade med olika tecken på kurvan. Regressionslinjer har lagts genom varje punktsvärm. Mellan åren 1966-70 och 1971-75 finns en viss stabilitet i vinsten. Perioden utgjorde dock slutet på en period av stadig tillväxt med pålitlig prisbildning, som bröts 1974. Under denna period tenderade ett företag som var lönsamt ena perioden att vara lönsamt även den andra perioden, därför att inga drastiska omställningar till nya marknadsförutsättningar krävdes.

När överförräntningen 1966-70 relateras till motsvarande tal 1976-80 försvinner korrelationen helt. Oljekrisen har i ett slag kastat om lönsamhetsförutsättningarna för våra traditionella storföretag. Under perioden 1976-80 inställer sig en ny form av ordning. De nya vinstförutsättningarna har endast marginellt påverkat företagens produktionsinriktning etc. Sambandet mellan överförräntningen 1966-70 och motsvarande tal 1981-85 är signifikant negativt. Omkastningen i företagens relativa ranking underskattas dessutom av två skäl. Flera företag som gått dåligt har försvunnit ur listan. Vi talar om stora finansiella organisationer, som inom sig bör kunna klara en betydande intern utjämning och lönsamhetsstabilisering. Så var tydligen ej fallet under oljekrisens år. Denna observation torde vara nog för att stödja den yngre Schumpeters antaganden om oförutsebarheten hos den innovativa processens utfall, som kännetecknar den experimentellt organiserade ekonomin. I de experimentellt organiserade ekonomierna kan inte ens ett storföretag känna sig säkert för nya oväntade störningar eller ny oväntad konkurrens. Inte ens "det bästa" företag kan heller byta marknad och produkter utan betydande omställningssvårigheter. Förklaringen är att denna typ av omställning kräver ett radikalt byte av kompetensstruktur, vilket till stora delar är liktydigt med byte av personal (se Eliasson 1987b). Intensiv teknologisk konkurrens på produktmarknaden är därför den bästa garantin mot monopol.

### **6.3 Hur fungerar aktiemarknaden?**

Medan osäkerhet, förväntningar och fakta bestämmer ett förmögenhetsobjekts värde så avgör marknadens organisation hur fakta påverkar värderingen. Marknadsprisernas effektivitet som informationsbärare när det gäller att nedbringa osäkerheten i beslutsfattandet och att få förväntningarna i linje med det framtida händelseförloppet avgörs av stabiliteten i prisbildningen. Detta är dels en fråga om ryckigheten i utvecklingen, dels en fråga om hur väl priserna följer den underliggande reala ekonomiska utvecklingen. På aktiemarknaden handlar underliggande realiteter framför allt om utvecklingen av vinster och utdelningar. En huvudtes i detta kapitel

har varit att aktiemarknaden är den viktigaste av de marknader på vilka företagen opererar. Aktiemarknaden förenar de finansiella och de reala delarna av en ekonomi. När marknaden är i jämvikt speglar priserna fullständigt den reala sidan av ekonomin. Men det råder osäkerhet om (se avsnitt 5.1 i kapitel II samt Eliasson 1985b, s 303 ff och Stiglitz 1985), huruvida denna situation överhuvud taget är uppnåelig i en normalt fungerande ekonomi.

Teknisk förändring, innovationer, förnyelse och avveckling står hela tiden jämvikten i en ekonomi och marknadens förmåga att tillförlitligt kommunicera information. Fullständigt kaos eller en situation med perfekt information (i "jämvikt") är de två extremfall mellan vilka marknaden opererar och de enda som ekonomer är bra på att analysera.

Man har experimenterat med olika teoretiska begrepp för att konceptualisera problemet med en ekonomi som arbetar utanför jämvikt, men som ändå har de jämviktsegenskaper som gör den information marknaden signalerar tokningsbar i en för beslutsfattande meningsfull bemärkelse. Ett sådant begrepp är "rationella förväntningar", som går ut på att alla agenter "lär sig" hur marknaden fungerar inklusive politikernas försök att lura dem, samt att dessa förväntningar inkorporerar denna kunskap så att de i medeltal träffar rätt. Marknaden får därmed alltid rätt. Men detta är egentligen bara ett sätt att med hjälp av antaganden föra in en ny, något varierad definition på det gamla jämviktsbegreppet, nämligen att ekonomin är organiserad på ett sådant sätt att man i princip kan lära sig hur den inom en överskådlig framtid kommer att fungera. Om detta är rimligt att tro, eller anta, är ännu ej vare sig teoretiskt eller empiriskt påvisat, även om diskussionen i kapitel II talar för att det på teoretiska grunder inte är acceptabelt att a priori ge ekonomiska modeller sådana egenskaper. Tills vidare bör därför det mera generella antagandet göras att marknaden systematiskt över- eller undervärderar och därför kan ha ständigt fel på så sätt att priserna ej blir pålitliga informationsbärare. Den marknad där detta problem tränger sig särskilt på är kapitalmarknaden, över vilken alla agenter framtidsföreställningar koordineras via räntebildningen (se vidare kapitel II, avsnitt 5.1.2 och 5.2.1).

Vi tar upp detta något teoretiska resonemang av två skäl. För det *första* illustrerar utvecklingen av prisbildningen på aktiemarknaden under 70-talet (se ovan) hur agenterna så småningom lär sig att korrigera priserna. Under mellantiden ligger priserna fel och ställer till med alla möjliga problem i den reala ekonomin. Detta får illustrera faran av att med politik "meka" i ett känsligt informationssystem.

För det *andra* framhåller dessa resonemang ett viktigt förhållande, nämligen att informationshanteringen – tvärt emot vad som varit brukligt att anta i ekonomisk analys – drar betydande resurser.

Det kostar direkt att göra rätt. Det kostar indirekt att göra fel genom att förluster uppstår eller vinster uteblir. De resurser som sätts in för att förbättra informationshanteringen effektivitet på en marknad speglas tydligt av marknadens institutionella organisation. Det faktum att lager efter lager av finansiella intermediärer kan livnära sig på att köpa och sälja finansiella kontrakt av och till varandra kallas i en viss del av litteraturen och debatten för spekulation. Å andra sidan kan man hävda att om vi haft den djupa aktiemarknad vi har i dag, eller den ännu djupare och mer integrerade kapitalmarknad som finns i USA, hade vi sluppit den grava felvärdering av industrins substansvärden som ägde rum på 70-talet. Den var sannolikt inte bra för ekonomins reala utveckling och bidrog dessutom till stora oförutsebara förmögenhetsöverföringar. De som ojar sig över spekulation har i dag inget bra argument, för de måste då tillägga att vi behöver fler och mer kompetenta spekulanter för att möjligheterna att göra snabba, stora och oförtjänta vinster skall försvinna. Med tillräckligt många agenter hade det alltid funnits tillräckligt många som varit beredda att satsa på att de flesta hade fel. Den stora frågan just nu är, om aktiemarknaden i dag är bred och djup nog för att snabbt komma till rätta efter 1987 års internationella börskrasch samt klara övergången till den normala marknadsprisbildning vi behöver på 90-talet.

## 6.4 Ägandets fördelning

Frågan om ägandets fördelning har två dimensioner, å ena sidan makt och fördelning, å andra sidan prisbildningens och konkurrensens effektivitet när det gäller styrningen av resursernas fördelning.

Frågan om makt och fördelning har redan ägnats tillräckligt mycket uppmärksamhet i litteraturen. Prisbildningens effektivitet å andra sidan är ett så pass svårt problem att forskningen fortfarande stampar i farstun till de intressanta problemen. Vi bortser då från analys inom den statiska allmänna jämviktsteorins ram, som egentligen inte är tillämpbar här. Vi måste dock formulera problemet, eftersom man inte kan ha mycket att säga om makt och fördelning, om man inte förstått hur prisbildningen på förmögenhetsobjekt fungerar i en marknad kännetecknad av asymmetriskt fördelad information, genuin osäkerhet om framtiden och instabila förväntningar; en marknad som sällan eller aldrig befinner sig i jämvikt.

Aktiemarknaden är en marknad för ett speciellt förmögenhetsobjekts värdering, nämligen industriellt kunnande, där följaktligen information och risk är en dominerande transaktionsfaktor. Informationen är mycket ojämnt fördelad, liksom kunskapen att utvärdera densamma.

Risken att göra fel är stor, men belöningen vid rätt beslut är också mycket stor. I en marknad där transaktioner i osäkra nuvärden dominerar är det traditionella jämviktsbegreppet inte användbart. Förmögenhetsvärden måste därför bli ojämnt fördelade men blir samtidigt på grund av marknadens karaktär rörliga och osäkra, inte minst till sin storlek. Marknaden för förmögenhetsobjekt bör varken betraktas som ett lotteri eller förklaras med försäkringsmatematik, eftersom grunden för de värden som skapas bestäms av hur fördelningen går till.

Eftersom själva grunden för de moderna industriföretagens ekonomiska värde är marknadens uppfattning av hur bestående företagens kunskapsförsprång är, blir värderingen beroende av något som inte kan förutses i vanliga sannolikhetsstermer, nämligen hur snabbt konkurrenter genom oförutsebara innovationer kan konkurrera bort dessa förmögenhetsvärden. På särskilt utsatta marknader och för särskilt utsatta företag diskonteras dagens vinster därför ned mycket hårt. Det är distinktionen mellan kalkylerbarhet och försäkringsbarhet å ena sidan och en situation där ett försäkringskontrakt inte kan definieras, som motiverar den Knightska (1921) distinktionen mellan försäkringsbar risk och osäkerhet. För osäkerhet existerar inga marknader för risk. Osäkerheten får företagen själva hantera internt. Därför var osäkerheten den marknadsimperfection som enligt Knight utgjorde den rationella grunden för företagets existens. Frågan hur exakt osäkerhet skiljer sig från risk kommer (i kapitel II) att visa sig vara central för finansteorin.

## **6.5 Aktiemarknadens institutionalisering – en fråga om kunskapsfördelning, risk och långsiktighet**

### *a) Tre finansieringsspärrar för de riskfyllda projekten*

Förmågan att absorbera risker är en fråga om information och skala, dvs de stora talens lag. En fungerande aktiemarknad i ett avancerat industriland kräver därför ett tillräckligt stort antal placerare eller investerare, som förenar kompetens med kapacitet att samla upp många små förmögenheter. De måste vara stora nog att kunna absorbera de risker som följer med olika typer av affärsverksamhet. Varje industriland kan naturligtvis klara detta problem genom att integrera sin aktiemarknad med den internationella kapitalmarknaden. Men i och med att kompetens krävs för att allokeringen skall bli effektiv blir produktionsresultatet inte längre oberoende av var sparandet kommer ifrån. Detta senare har varit ett klassiskt antagande i ekonomisk analys.

De resurser som via aktiemarknaden ställs till de riskfyllda investeringsprojektens förfogande måste klara åtminstone tre kriterier ("spärrar"). För det *första* måste tillräckligt stora resurser komma fram (riskvilligt sparande). För det *andra* måste en kvalificerad utvärdering av projekten ske, vilket är särskilt svårt när vi har att göra med innovativa satsningar om vilka marknaden saknar erfarenhet. För det *tredje* måste på något sätt avkastningskraven sättas, hårt och marknadsmässigt. Begreppet marknadsmässighet är i sin tur något som inte kan frikopplas från frågan hur en effektiv marknad är organiserad. Hur många aktörer och hur öppen (fri) konkurrens krävs för att ett tillfredsställande stort antal projekt skall kunna utvärderas mot varandra? Hur skall omständigheterna i övrigt vara? Vilka är marknadens möjligheter att ta långsiktiga beslut, om ekonomin i övrigt är i olag, t ex inflationistisk?

Den gamla tidens mycket förmögna kapitalister, eller de familjekontrollerade handelshusen (se Samuelsson 1951), fyllde i sin egenkap av dominerande ägare en viktig funktion när det gällde att tillgodose dessa tre villkor; utbud av riskkapital, sättande av avkastningskrav och – om kompetensen fanns – effektiv selektion.

Det är intressant att se hur efterkrigstidens ideologiserande teori helt koncentrerade uppmärksamheten till finansieringen; det spelade i debatten under 50- och 60-talen ingen roll varifrån pengarna kom. Betydelsen av kunskap vid selektion av projekt och kravställande tappades bort. Därmed behövdes inte längre någon konkurrens på kapitalmarknaden. I teorin trollades konkurrensen bort genom att all kunskap som behövdes förutsattes finnas samt genom antagandet att själva utvärderingen (dvs selektionen och kravställandet) endast drog försumbara resurser. Såväl ekonomer som debattörer och politiker förstärkte i tal och skrift denna bild av hur ekonomins mest betydelsefulla marknadsmekanism fungerade. Kapitalmarknaden kunde kontrolleras och regleras av okunniga byråkrater utan risk för effektivitetsförluster i resursernas användning. I vår experimentellt organiserade ekonomi, där ingenting kan säkert utvärderas förrän det prövats i marknaden, blir kapitalmarknads-konkurrens, särskilt aktiemarknadens konkurrens, det enda fungerande sättet att få ojämnt (asymmetriskt) fördelad information att komma till effektiv användning. Aktiemarknaden fungerar som informationsspridare genom att kanalisera riskvilligt kapital till kompetenta investerare och bort från dåliga projekt.

#### b) *Det allmänna informationsproblemet*

Vad vi diskuterar är graden av imperfektion på marknaden. I den formuleringen ligger antagandet att kapitalmarknaden, särskilt aktiemarknaden, aldrig kommer att vara perfekt (se kapitel II, av-

snitt 5.1.5). Det finns tre skäl härför: (1) information saknas eller kostar för mycket att ta fram, (2) kompetens att ta fram och utvärdera information saknas och (3) ett tillstånd av full information är i princip omöjligt att nå, bl a därför att det i allmänhet är teoretiskt omöjligt att förutse hur alla agenter kommer att reagera på förväntningar om hur de kommer att reagera på varandras förväntningar. Dessa problem är särskilt framträdande på en aktiemarknad och aktiemarknadens institutionella dynamik kan i princip ses som försök att lösa informationsproblemet genom att effektivisera informationshanteringen. De stora institutionernas (försäkringsbolag, pensionsfonder etc) agerande på alla industriländers aktiemarknader kan betraktas som ett sätt att sprida de vinster som beror på ofullständig information. Att ägande och ledning är sammankopplade i innovativa företag, är ett annat sätt att lösa informationsproblemet. Dåligt informerade finansmarknader kan göra de små, innovativa företagen särskilt utsatta ("billiga") för de stora, informerade företagens uppköpspropåer osv. Informationsproblemet är således mycket allmänt. Det allmänna problemet är med andra ord att utforma kontrakten så att spridningen av information blir så effektiv som möjligt. Därmed följer (se kapitel II, avsnitt 5.1.7) att även *informationshanteringen på kapitalmarknaden påverkas av svårförutsebar teknisk utveckling*.

Lösningen är ett *kontrakt* där bägge parter, den "okunnige" finansören och den "kunnige" investeraren, gemensamt delar på vinsten och förlusten; ett gisslanarrangemang så att säga. Detta arrangemang, "ägarkontraktet", maximerar sannolikheten för att bra projekt väljs och att snabb korrigerings kommer till stånd om projektet visar sig vara ett misstag.

Småföretagaren som satsar egen tid och egna pengar kombinerar dessa båda och blir därmed sin egen gisslan.

Det är lätt att nu begripa att konsten att klara alla tre kriterierna med förmögenheten i behåll ex post är en fråga om hur marknadens institutioner organiseras så att den bästa kompetensen får tillfälle att göra sig gällande i selektionsbeslutet. Det är ingen tillfällighet att denna organisationsform är just den privatkapitalistiskt organiserade marknadsekonomi och att den typ av regleringar som kännetecknat kapitalmarknadens organisation i Västeuropa varit ett effektivt sätt att förhindra en effektiv användning av information i investeringsbesluten.<sup>1</sup>

Om en kapitalist (med stort förtroende i marknaden) går in, tror

<sup>1</sup> Samma utsaga gäller för övrigt det förhärskande bolagsskattesystemet i industriländerna, som förhindrar att interna resurser tas från relativt sett mindre kompetenta investerare/företag. Se Eliasson – Södersten (1981).

sig andra kunna lita på att projektet är bra. Han tar betalt för att sprida informationen genom att marknadspriset på hans egen satsning stiger när andra går in. Detta är en viktig aspekt på "insider"-problematiken.<sup>1</sup>

Ett annat vanligt sätt är att den finansiär som ställer stora resurser till ett företags eller ett projekts förfogande kräver att den som tar det operationella ansvaret för pengarnas förräntning själv satsar en betydande del av sin egen förmögenhet. Finansiären behöver då ej veta hur projektet skall genomföras, blott att en duktig entreprenör själv tror tillräckligt på det för att våga göra sig själv till gisslan. Detta gör han genom att ta på sig en stor personlig, finansiell risk.

Det är mot denna bakgrund förvånande att högsta ledningen i många företag tillåts utöva den makt den har utan att ledamöterna garanterar sin kompetens genom ett i förhållande till sin egen förmögenhet betydande aktieinnehav i det egna företaget. Omöjligheten att i förväg utvärdera kompetens på hög nivå ("tacit knowledge"-antagandet, se kapitel II) gör gisslankontrakt av typen stora pilotinnehav effektiva. I grund och botten borde därför aktiemarknaden (allt annat lika) värdera aktier i företag, där VD och högsta ledningen äger stora poster, högre än aktier i företag, där detta inte gäller.<sup>2</sup>

Utgångspunkten för vår diskussion har varit "kapitalistens roll" i det moderna samhället. Behövs den gammaldags kapitalisten/ägaren för att ekonomins reala sida skall fungera effektivt? Svaret är klart ja, om vi tror att den dynamiska konkurrensen betyder något för att bra projekt skall selekteras fram och dåliga bort.

Den följdfråga som därmed kan ställas är: Visserligen är den

<sup>1</sup> Hur skall vi se på att en framgångsrik "raider" går in i Boeing och drar upp kursen, därför att alla litar på hans bedömning (Business Week (BW), August 10 1987, s 20-21). Vad säger moralen om T Boone Pickens går ur Boeing, realiserar sina vinster, och kursen sedan rasar tillbaka dit där den ursprungligen stod? Hur skall vi se på samma sak om den som köper och säljer är styrelseledamot i Boeing? I fallet Pickens kan vi konstatera att Washington State gått in med försök att lagstiftningsvägen "skydda" Boeing, statens störste sysselsättare. De enskilda amerikanska staternas försök att skydda lokala företag från "takeovers" har börjat diskuteras (BW August 31 1987, s 36) som ett federalt problem med en negativ inverkan på den mellanstatliga handeln. I Delaware, där ett stort antal av företagen på NYSE är registrerade, har sex "blue-chip"-företag hotat flytta om inte staten skyddar dem från "raiders" (BW January 25 1988, s 32).

<sup>2</sup> Bjuggren finner i sitt kapitel inget stöd för att pilotinnehavets storlek skulle ha påverkat vinsten positivt i de börsnoterade företagen. Vinsten är i sig inte det ultimativa resultatet av en effektiv företagsorganisation. Frågan är snarare om det inte är risken som i första hand påverkas. Om pilotinnehaven är stora, värderas substansvärdena högt, dvs q-värdena är höga.



gammaldags kapitalisten/ägaren nödvändig för att en effektiv kapitalmarknadsprocess skall uppnås, men är han en tillräcklig förutsättning? Är det inte så att skalan för industriell verksamhet i många fall har blivit så enorm att uppsamlingsområdet för industriell riskfinansiering växt över alla gränser? Hur skall enskilda företag, särskilt i ett litet land, kunna utvecklas inom högteknologiområden som biokemi, elektronik och supraleddning? Behövs inte statsmaktens samlade resurser för att klara detta? Svaret på denna fråga är förmodligen nej. Statsmaktens resurser – de som kan anslås till denna typ av långsiktiga ändamål – är dels inte särskilt stora, dels deras kvalitet så låg jämfört med det paket av kompetens och resurser som bjuds ut på den privata marknaden, att betydelsen av samhällets resurser avsevärt överskattas.

c) *Gör institutionaliseringen av aktiemarknaden den långsiktig eller kortsiktig?*

Ett annat problem gäller den industriella organisationens förmåga att ta långsiktiga beslut. Argumentet har länge varit att aktiemarknadens institutionalisering i hela västvärlden, inklusive USA, med gigantiska portföljbärare (försäkringsbolag, pensionsfonder etc) gör marknaden *kortsiktig*. Räntabilitetskraven sätts så högt att långsiktiga utvecklingsprojekt aldrig får en chans.<sup>1</sup> Måste inte statsmakten träda in för att garantera långsiktighet? Är de stora, internationella koncernernas framväxt som gigantiska finansiella organisationer en motreaktion mot den alltför kortsiktiga kapitalmarknadens inflytande?

Denna fråga speglar egentligen Arrows (1962) förslag att "socialisera" samhällets grundforskning (till särskilda centrala laboratorier i samhällets regi), för att resultaten sedan skall kunna fördelas "gratis" till producenterna, och den statiska välfärden maximeras utan att incitamenten till förnyad forskning minskar. Förslaget blir fel av två skäl: dels är industrifinansieringens effektivitet beroende av hur den organiseras, dels är stora delar av industriforskningen klart imiterande till sin natur. Den handlar mer om experimenterande försöksverksamhet i marknader och kommersiell implementering än om forskning i akademisk bemärkelse (se Eliasson, 1986d). Företagens växande internationalisering – både för att kunna marknadsföra sina produkter effektivt och för att kunna hålla koll på och köpa in sig i den internationella kunskapspoolen – minskar behovet av central politisk finansieringshjälp (se Eliasson 1986f samt Björklunds kapitel V).

<sup>1</sup> Jfr resonemanget hos Ellsworth (1985).

Att institutionaliseringen av aktieägandet är hög i industriländerna visar tabell 1. Det är i första hand försäkringsbolag, pensionsfonder och stiftelser som står för de stora posterna. Som visas av Södersten – Lindberg (1983) är dessa institutioner i alla länder skattemässigt gynnade jämfört med de privata hushållen. Man skulle därför kunna säga att skattesystemet drivit bort det privata, personliga ägandet från aktiemarknaden. Men man kan också misstänka att det av samma skäl tagit sig nya former, via just försäkringsbolag, investmentbolag, fonder, stiftelser osv. Skattesystemet har alltså drivit fram en förändring av kontraktsformerna på aktiemarknaden.

**Tabell 1** Fördelningen av slutligt ägande i Sverige, Storbritannien, Västtyskland och USA 1980

	Sverige	Storbri- tannien	Väst- tyskland	USA
<i>Fördelningen av låneskulder över slutlig ägarkategori</i>				
Hushåll	38,8	71,8	54,3	60,9
Skattebefriade institutioner	54,7	13,7	33,6	23,7
Försäkringsbolag	6,5	14,5	12,1	15,4
	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Fördelningen av eget kapital över slutlig ägarkategori</i>				
Hushåll	60,4	43,5	74,9	74,3
Skattebefriade institutioner	30,2	40,7	19,3	21,5
Försäkringsbolag	9,4	15,8	5,8	4,2
	100,0	100,0	100,0	100,0

*Källa:* Södersten – Lindberg (1983, s 24).

d) *Monopol, mellanhänder eller finansieringskrav*

I stället för att fråga om de dominanta institutionerna på aktiemarknaden är bra eller inte kan man fråga varför de vuxit sig så stora. Hur mycket har den favoriserade skattebehandling som vi diskuterat ovan betytt för dessa institutioners förmåga att dra till sig stora resurser? Man kan också ställa frågan om institutionaliseringen delvis är ett substitut för de stora placerings- och finansieringskrav som tidigare skötts av privata kapitalister. Vad har efterfrågan på mellanhänder som kan sprida information och fördela risker betytt för

institutionaliseringen? I alla tre fallen skulle vinstmöjligheten ha stimulerat etablering och tillväxt. Hade, om möjligheten inte funnits, andra typer av finansiella organisationer tagit hand om resurserna eller samma institutioner placerat sina tillgångar på annat sätt? Det senare inträffade när aktiemarknaden i såväl USA som Sverige var betryckt under 70-talet, samtidigt som statens obligationer gav en hög real förräntning.

För att ta monopolargumentet först hävdar många att de kapitalstarka institutionerna driver bort småspararna från aktiemarknaden. Det begränsade antalet mellanhänder, och den därmed minskade förmågan att hantera information, gör att marknadens aktiviteter koncentreras till ett fåtal stora företag. Dessa får därmed en oproportionerligt stor andel av de totala resurserna. De som anser detta ser positivt på ett ökat antal konkurrerande institutioner och ett ökat antal "raiders" som gör sparandet mer förräntningsmedvetet. Samma personer ser dåligt utvecklade venturemarknader som "marknadsmislyckanden", vilka åstadkommit av monopoliseringen av aktiemarknaden. Man skall i det sammanhanget komma ihåg att monopoltanken låg bakom bildandet av AP-fonderna och löntagarfonderna.

#### e) *Venturemarknaden*

Om institutionerna å andra sidan speglar en efterfrågan på mellanhänder i risk- och informationshantering mellan den lille spararen, som vill bredda sin portfölj, bort från förlustbringande banksparring, och företagen, blir slutsatserna annorlunda. Kan det vara så att de små, innovativa företagen i en institutionellt utvecklad aktiemarknad tvingas sälja sig billigare till de informerade storföretagen för att kunna finansiera sin tillväxt? Säljer de sig till storföretaget för att kunna utnyttja storföretagets mer utvecklade administrativa kompetens? Borde inte innovatören vid ett brett utbud av venturekapital från både stora och små finansiärer få bättre resurser att förverkliga sina idéer industriellt? Bör det därför inte finnas en efterfrågan på institutionernas tjänster, som bör stimulera nyetablering på finansmarknaderna? Finns det inte dessutom ett behov av flexibel riskfinansiering i direkt anslutning till företagens finansavdelningar, en finansiering som inte är hindrad av snäva etiska regler, som har med småspararens brist på information och oförmåga att värdera företag att göra? På denna fria marknad för specialister köps aktierna i "befintligt skick" efter egen besiktning. En "Fermenta-affär" då och då blir en naturlig (väntad) kostnad för en totalt effektiv marknadsfunktion. Har inte den amerikanska "junk bond"-marknaden växt fram just som ett svar på ett sådant behov? Och "skräpobligationer" är inget för den vanlige småspararen.

Inom varje mellanhandsinstitution kan kostnaden för misslyckanden spridas ut över en stor portfölj. Få förnekar i dag behovet av mellanhänder ("traders") i risk och information på kapitalmarknaden. I svaret ligger att marknaden – om den fungerar – skapar ett stort antal sådana mellanhänder, vilket är ett villkor för konkurrens. Denna typ av institutionalisering kan väl inte uppfattas som ett problem?

Därmed har diskussionen förts tillbaka till vad hela frågan om institutionernas betydelse egentligen handlar om, nämligen effektiviteten hos kapitalmarknadens institutioner när det gäller marknadens förmåga att selektera fram lönsamma projekt, att tvinga bort dåliga projekt genom höga men resonabla lönsamhetskrav, samt att kunna hantera risker, dvs långsiktiga investeringsbeslut, där det tar lång tid mellan insats och det att pengarna kommer tillbaka. Det behövs med andra ord en betydande institutionalisering av aktiemarknaden för att den skall kunna hantera den lille spararens efterfrågan på tjänster, som beror på hans/hennes brist på information.

Men för att de tre i början på detta avsnitt uppmärksammade kraven på effektivitet skall tillgodoses måste marknadens organisation vara sådan att affärskompetensen alltid får tillfälle att ta bort resurser från dåligt skötta verksamheter och kanalisera dem till bra projekt allteftersom utsikterna förändrar sig. Detta förutsätter att ingen enstaka institution, eller några få institutioner, får ges möjligheten att dominera. Det förutsätter också att politik som inte har med en affärsmässigt effektiv användning av resurserna att göra, hålls borta från aktiemarknaden. Sammanfattningsvis innebär detta ett krav på att kapitalmarknaden, särskilt aktiemarknaden, hålls mycket öppen för nyetableringskonkurrens. För att nyetableringskonkurrensen skall bli fullt effektiv måste denna frihet även gälla internationella finansiella institutioners rätt att etablera sig på den svenska marknaden.

## **6.6 Räntan och den långsiktiga investeringen**

Kalkylräntan eller diskonteringsraten räknar om framtid till nutid. Sätts den högt har man bråttom och vice versa. Att ha bråttom kan vara en "institutionell" egenskap hos människan eller människorna i ett samhälle. Men brådska kan även tolkas som ett uttryck för "riskovillighet". Man tror inte på framtiden. Man är osäker om vad som skall hända. Man litar inte på sina handelspartners. Alla dessa farhågor kan formuleras som en "brist på fungerande, pålitliga marknader". Man vågar inte binda sitt kapital för framtiden utan önskar ha det i likvid form, redo till konsumtion. Det kan vara godtycklig skattelagstiftning, inflation, icke pålitliga institutioner och

många andra faktorer som skapar denna situation. Många pekar på att denna risk är låg – och kapitalmarknader därför bara finns – i länder och miljöer där pålitliga regler och moralkoder etablerats (t ex vad beträffar respekten för äganderätten), där penningssystemet är under kontroll (låg inflation) och där kunskapsnivån är hög osv. Endast i sådana miljöer kan stora resurser skakas fram relativt snabbt till rimliga kostnader. Ashton (1948) angav just skapandet av nya kreditinstrument som en viktig orsak till att den industriella revolutionen kom igång i England; riskerna kunde spridas och de lönsamma industriella satsningarna finansieras. Detta argument är direkt överförbart till tillkomsten av ett internationellt kreditssystem, som har brutit ner isolerade, lokala (nationella) kreditssystem, eller nya former för finansiering på den amerikanska kreditmarknaden av typen ”junk bonds”. Från denna utgångspunkt är den skiljpekonomin effektiv och den finansiella isoleringspolitik som kännetecknat Sveriges hela efterkrigstid ineffektiv. Statsmakten har inte förstått bättre utan fört en tillväxtnedbrytande kreditpolitik.

## 6.7 Skatter och inlåsnings effekter

Bedömningen av den politiska maktens förmåga på det ekonomiska fältet blir inte lättare om vi går in på områden för offentligt ansvar, nämligen den offentliga verksamhetens finansiering och prissystemets stabilitet.

Medan det problem vi diskuterat ovan handlade om möjligheten att effektivt ordna överföringen av resurser från spararna till nya, förväntat lönsamma men riskfyllda satsningar (riskkapital), handlar denna fråga om hur givna resurser styrs mellan olika typer av projekt. De båda problemen hänger självfallet ihop, eftersom riskkapital och riskprojekt är två sidor av samma sak. Men vi gör ett försök att separera dem.

Beskattningen av olika former av sparande och olika former av investeringsprojekt skiljer sig mycket. Skillnaden i beskattning kallar vi ”skatteklivar” (”tax wedges”, se Södersten – Lindberg 1983). De skiljer sig kraftigt åt mellan finansieringskälla och investeringsprojekt, t ex mellan sparande på bank eller i eget hem, mellan investeringar i lager, maskiner eller i fastigheter. Skillnaderna är lika stora om jämförelsen görs mellan länder. Så till exempel beskattades personligt aktiesparande 1980 till mer än 105 % i Sverige men endast till 42 % i England. Svensken kan belåna sina aktieköp och genom avdragsrätten få ned skattebelastningen, men detta ställer betydligt större krav på kompetens. Dessutom ändrades skattelagstiftningen 1982 (”den underbara natten”) så att avdragsmöjligheten begränsades för alla utom för dem som redan var rika. Utöver

detta skapades speciella möjligheter för småsparande i aktier 1979 (skattefonder och senare allemansfonder). Utfallet för individerna blev något av ett lotteri. Mycket stora och mycket små förmögenheter synes ha gynnats, men de missgynnats vars förmögenhet dominerats av det egna hemmet – dvs medelklassen.<sup>1</sup> I Västtyskland, England och USA är förhållandena annorlunda, allt beroende på hur lagstiftaren känt sig när lagen skrevs.

En faktor som starkt påverkar skatteavtappningen mellan insats och återbetalning är inflation. Härvidlag missgynnas svenska sparare i alla avseenden. Inflationen höjer skattebelastningen kraftigt, för såvitt man inte före 1979 länkat sina investeringar mot fastigheter och därefter aktier osv.

## 6.8 Om behovet av en fungerande aktiemarknad

Ett företags värde sätts på aktiemarknaden. Värdet beror på hur stora vinster företaget gör just nu, samt hur stora vinster företaget förväntas göra i framtiden, men även på hur likvid marknaden är. Ju högre räntan och ju större risken är i en ekonomi, desto hårdare räknas framtida vinster och utdelningar ned (diskonteras) och desto mindre betyder framtiden vid värderingen av företaget.

### a) *Imperfekta, kortsiktiga marknader det normala?*

Denna ”enkla” ekonomiska utvärdering kompliceras av gällande skatte- och andra regler, ojämnt fördelad information samt asymmetrier i marknads förväntan om vad som kommer att hända i framtiden. Om osäkerhet råder, diskonteras framtida vinster hårdare. Det är bättre att ha pengar i handen än att ha dem långsiktigt låsta i företag, där de utsätts för marknads och den politiska statsmaktens godtycke.

Detta är den passive placerarens relation till och inflytande på aktiemarknaden. Han kan komma och gå (rösta med sina fötter) beroende på hur han ser på ovannämnda faktorer i förhållande till andra, alternativa placeringsmöjligheter.

Ingen marknad, allra minst aktiemarknaden, är dock perfekt. Somliga aktörer kan bättre än andra förutse hela marknadens reaktioner på olika händelser. Andra (”insiders”) vet mer om företagen än marknaden. Stora aktörer kan dessutom genom stora köp och försäljningar av aktieposter påverka marknadens prisbildning.

<sup>1</sup> Hur svenska familjers förmögenhetssituation ser ut illustreras av Klevmarken (1988).

Utnyttjandet av egen kunskap och information för egen vinning är grundmekanismen i marknadsekonomin. Själva arbitrageprocessen är ett sätt att sprida denna information. Processen är normalt jämviktsskapande i så måtto att priser på liknande varor och tjänster blir mer lika. Samtidigt är det dock möjligheterna att skapa kunskap (innovationer) och att utnyttja kunskap och information bättre som driver hela den kapitalistiskt organiserade ekonomin framåt. I en effektivt organiserad marknadsekonomi pågår därför ständigt en prisdestabiliserande innovativ verksamhet. Stora delar av den innovativa verksamheten, särskilt på hög nivå i företagen, kräver å sin sida, för att vara effektiv, någorlunda stabila referenspriser för att kontrakt skall kunna skrivas, som på ett acceptabelt sätt fördelar vinsterna från den innovativa verksamheten.

#### *b) Tre skäl till att priserna blir fel på aktiemarknaden*

Differentierat kunnande är kännetecknet på all avancerad industriell verksamhet. Till en del handlar det om konstaterbara fakta, till en del om uppfattningar, förväntningar och tro. En finansiellt stark person, grupp av personer eller en organisation kan hysa uppfattningen att ett företag är för lågt värderat på marknaden därför att marknaden är dåligt informerad eller därför att företaget är illa skött. I det *första* fallet (ofullständig och asymmetriskt fördelad information) erbjuder den amerikanska lagstiftningen företaget – som bör vara bäst informerat – möjligheter att korrigera aktiemarknadens felaktiga värderingar genom återköp. Företagens återköp av det egna företagets aktier har visat sig vara en lönsam affär för företaget (se Loomis 1985, Ofer – Thakor 1987) och därmed för dess aktieägare.

Det *andra* fallet (dålig skötsel) är egentligen också en form av ofullständig information. Någon annan vet bättre än de som driver företaget. Lösningen blir att köpa upp en kontrollerande post och byta ut kompetensen i företaget. Utöver detta finns den *tredje* möjligheten att någon placerare, förmodligen ledningen i ett annat företag eller i bägge företagen, ser att en *omkombinering* inom de två företagens strukturer skulle kunna ge stora effektivitetsförbättringar och ett bättre utnyttjande av befintliga interna kunskapsresurser. För dessa företag har därför vardera företaget, sett som en del av en samordnad verksamhet, ett större värde än de värden aktiemarknaden sätter på de bägge företagen var för sig. Inköp av kontrollposter gör det möjligt att genomföra strukturförbättringar i organisationerna. Sådana åtgärder är självfallet klart produktivitetsförbättrande och önskvärda. De förutsätter dock en fungerande "marknad" som sätter värden som accepteras av alla parter, dvs en djup marknad med många aktörer och många alternativ.

c) *En effektiv och informerad marknad drar stora informationskostnader*

Direkta förhandlingar mellan två parter är den vanligaste formen för samordning av industriell verksamhet. Men en bred marknad med många kompetenta och informerade aktörer är den bästa garantin för att en bra kombination inte skall förhindras av svårigheter att komma överens om hur avkastningen från omkombineringen skall fördelas. Vinsten tillfaller därmed i första hand dem som har kompetens att genomföra förbättringar.

En *effektiv* marknad förutsätter att allmänt tillgänglig information är ordentligt spridd och diskonterad i priserna på förmögenhetsobjekt. Detta låter enkelt och helt i sin ordning men blir ingen självklarhet om tillgängligheten och informationsspridningen kräver betydande resurser. En effektiv marknad är därför en djup marknad befolkad av kompetenta "traders i information". Men informationskostnaden blir därmed en betydande post i ekonomins totala kostnader.

d) *Tunna marknader är instabila och ger möjligheter till stora förmögenhetsöverföringar*

En *stabil* marknad kräver därför att informationsteknologin inte ändras för häftigt, så att utvärderingen av tillgänglig information blir föremål för oförutsebara kastningar (mer om detta i kapitel II) samt att exogena faktorer som lagar och skatteregler är stabila och förutsebara.

Strävan att nationalisera företag, fackliga mål att utan kompensations ta över kontrollen i företagen osv höjer osäkerheten och bidrar till felvärdering av företagens substansvärden, dvs jämfört med vad som skulle gälla om dessa hot inte fanns. Alla dessa osäkerhetsfaktorer höjer diskonteringsstakten och förkortar tidshorizonten i investeringsbesluten. Vinsten måste komma in snabbare än tidigare för att en affär skall komma till stånd.

Aktiemarknaden kan även fungera dåligt därför att den är "för liten", vilket fram till 80-talets början tycks ha gällt alla nordiska och flertalet europeiska länder (se bl a Teigen 1976). En liten aktiemarknad är en tunn aktiemarknad på vilken små störningar ofta får oförutsebara genomslag i prisbildningen.

Om graden av osäkerhet varierar starkt över tiden kan enorma möjligheter till stora och snabba förmögenhetsöverföringar uppstå på aktiemarknaden. Om dessa möjligheter skapas av politiskt agerande i syfte att beröva de privata ägarna deras förmögenhetsvärden, vilket tycks ha varit den politiska avsikten i Sverige under en



längre period,<sup>1</sup> uppstår intressanta resultat när de politiska signalerna ändras och osäkerheten försvinner. Stora möjligheter att tjäna snabba pengar uppstår nämligen när marknaden förstår att de politiska utgångspunkterna varit felaktiga och marknadsvärderingen därför långsiktigt fel. De som går in i marknaden alldeles innan korrigeringen äger rum, dvs innan marknaden lyfter, kan självfallet tjäna stora pengar mycket snabbt. Utvecklingen av priser på förmögenhetsobjekt i Sverige sedan 60-talets mitt bjuder på flera paradexempel i detta hänseende.

## **7 Hur mycket etik tål marknaden?**

Teknologisk konkurrens bygger på att kunskaper, samt i olika hög grad kommunicerbar information, är ojämnt fördelade. Att skaffa sig kunskaper drar kostnader. Viss information kan spridas lättare än annan information, men den som har information monopoliserar den i så hög grad som möjligt. Ju mer effektivt informationen sprids, desto bättre fungerar marknaden. Hur kommer det sig att det ibland är klandervärt, ja till och med brottsligt, att sprida information i marknaden?

### **7.1 Asymmetriskt fördelad information eller ”insiders”?**

När information och kunskap<sup>2</sup> är ojämnt fördelade i samhället så är välfärden lägre än den skulle kunna vara (se t ex Arrow 1962). Lokalt kunnande ger monopolvinster. Men å andra sidan finns också incitament att bygga upp ny kunskap för att med hjälp av överlägsen information i produktionen, åtminstone tillfälligt, kunna tjäna fortsatta monopolvinster. Unikt kunnande har alltså ett extra ekonomiskt värde.

<sup>1</sup> Se *Att rätt värdera 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985*, op cit.

<sup>2</sup> För resonemanget i detta avsnitt behöver vi inte göra åtskillnad mellan begreppen kunskap och information. I kapitel II kommer vi att göra det. Kunskap är knuten till människor och definierar deras kompetens. Information är kunskap som kan koda ("en bruksanvisning").

### *Vem får tjäna på att vara informerad?*

Patentsystemet är ett försök att definiera en temporär äganderätt till unik, ekonomiskt värdefull kunskap. Patentsystemet har institutionaliserats för att incitamenten att fortsätta skapa ny kunskap skall finnas. På samma logik grundas alla ekonomiska agents strävan att bevara värdet på sitt kunnande genom att förhindra att deras unika kunskap sprids. Balansen mellan stimulans till investeringar i värdefull kunskapsuppbyggnad (incitamenten) och möjligheterna att privat kapitalisera kunskapens värde (fördelningsproblemet) är därför ett av samhällets viktigaste ekonomisk-politiska balansproblem. Likaså måste man hålla isär den vinst som uppstår på grund av att marknaden blivit mer informerad (kapitalvinster) från den reala ekonomiska vinst som uppstår därför att bättre information möjliggjort en bättre produktionslösning.

Som Arrow visade är det kortsiktigt optimalt för samhället att förhindra kunskapsmonopol. Den reala ekonomiska välfärden kan dock bli långsiktigt lägre om den kortsiktiga lösningen minskar den innovativa verksamheten, dvs skapandet av ny kunskap. Förlusten av dynamisk effektivitet därför att nyskapandet upphör verkar vara av en helt annan storleksordning än de oftast små, statiska effektivitetsvinster som uppnås av att just nu existerande information görs allmänt tillgänglig. Detta gäller särskilt i ett längre tidsperspektiv. I en dynamisk, växande och framgångsrik ekonomi förekommer därför av ekonomisk-tekniska skäl aldrig ett "rättvist" tillstånd, där värdefull ekonomisk information är symmetriskt fördelad. *Värdet av unik kunskap förstörs ständigt av att kunskapen sprids eller av att ny, konkurrerande kunskap skapas* (Eliasson 1986d). Eftersom kunskapsbaserad informationsanvändning är den dominanta produktionsaktiviteten i en avancerad industriell ekonomi, blir "äganderätten" till unik kunskap ett centralt ekonomiskt problem. Det blir framför allt fel att tro att välfärdsskapande innovationer enbart handlar om teknologi i ingenjörsvetenskaplig bemärkelse. Företagsamgåenden, innovativ verksamhet i finansieringssystemet, kommunikationsteknologins utveckling osv kan ha minst lika stora realekonomiska effekter. Insiderproblematiken är därför ett mycket allmänt problem, som direkt speglas i kapitalmarknadens allmänna informationsproblem.

Somliga kan mer effektivt än andra utnyttja information. *Att kunna är en teknologi för sig*. De som sitter närmast besluten vet i allmänhet bäst. Om man fritt och exklusivt kan utnyttja sin information kommer fördelningarna (allt annat lika) av inkomster och förmögenheter i marknaden alltid att bli ojämna och bero av fördelningen av relevant kunskap samt villigheten att ta på sig risker. Det handlar inte om "rättvisa" i bemärkelsen att vinsterna fallit ut som

resultatet av ett korrekt upplagt lotteri. Det är inte heller överlägsen kompetens som avgör. Det är kunskap och information i kombination, samt lotteriets konstruktion, som avgör fördelningen. Den experimentella ekonomins funktioner utgör lotteriets design. Men kunskaper kommer med i spelet när det gäller beslutet *vilket lotteri* man skall delta i, *hur* man skall delta i lotteriet samt *hur snabbt* man identifierar och korrigerar sitt misstag om man upptäcker att man valt fel. Om man kan få all informationshantering i en ekonomi accepterad som en del av den totala produktionsprocessen, blir problemet med den "rättvisa" fördelningen av kapitalvinster identiskt med svaret på frågan varför en duktig yrkesarbetare skall ha bättre betalt än en dålig.

Har vi då inget problem med "stalltipsen" och vinstutfallet på "Solvalla"? På ett sätt inte, eftersom en väsentlig del av det industriella kunnandet ligger i att leta efter och identifiera stalltips, samt att varje stalltips som utnyttjas sprider information i ekonomin och bidrar till ett totalt sett högre produktionsvärde. "Insidern" gör marknaden mer informerad och därför mer "starkt" effektiv. Det samhällsekonomiska problemet handlar precis som i Arrows (1962) analys om att helt fri utnyttjanderätt till ekonomisk information, hur den än åtkommit, minskar incitamenten att skapa nytt kunnande.

#### *Hur stimuleras marknaden att vara informerad och effektiv?*

Tag som exempel två företag som planerar att gå samman. De räknar med att på detta sätt uppnå betydande skalfördelar i produktionen, högre vinster och ett högre sammanlagt värde än summan av de två företagens tidigare värde. En väsentlig del av det kunskapskapital som sätts in gäller utformandet av själva samgåendet. Men eftersom stora värden väntas uppstå i och med att samgåendet ägt rum är exklusiv information om samgåendet värdefull. Bör någon ha rätt att utnyttja denna kunskap för egen vinning? De få personer i företagen som står för idén? De kontrollerande ägarna? Alla aktieägare i företagen? Mellanhänderna? De som tipsats av mellanhänderna? De som råkat veta? Hela landets befolkning? Om kunskap om händelsen som sådan betyder något för andra realekonomiska beslut, är det optimalt att alla blir informerade samtidigt. Men då kommer också incitamenten att göra något – precis som vid uppfinningar och innovationer – att minska. Någonstans kommer etiken in och en gräns sätts. Den gränsen kan bara sättas på ett godtyckligt sätt.

Men problemet kan vara ännu enklare: Marknaden kan helt enkelt vara så inkompetent att alla helt fel(under)värderat företagets framtida vinster. Någon kompetent person uppmärksammar förhål-

landet. Har han rätt att göra stora vinster på detta? Få skulle förneka honom denna möjlighet. Hur är det om två kompetenta personer råkar mötas och först då förstår? Hur är det om en förstår och delar med sig av sin vinst genom att tipsa någon annan?

Hur är det om vinsterna uppstår först när marknaden i övrigt blivit uppmärksam på förhållandet? Hur skall man se på saken om någon allmänt, som kompetent bedömare känd person "tipsar" marknaden, och tipset visar sig vara felaktigt. Blir det någon skillnad om den kompetente personen själv tjänat stora pengar på sin information eller inte?

Hur skall vi döma en känd börskommentator som påverkar marknaden och som innan hans analys publiceras köper de aktier han prisar och säljer de aktier som får ris? Eller hur skall vi döma om någon journalistkollega eller någon i tryckeriet läser artikeln i förväg och tipsar kompisar om innehållet?<sup>1</sup>

Låt oss ta ett ännu besvärligare exempel (se s 132 i kapitel II). En högre befattningshavare i ett företag som går dåligt säljer ut sitt pilotinnehav. Låt oss tänka oss möjligheten att han till och med är ansvarig för att företaget går dåligt. Om han säljer ut "lurar" han andra att köpa hans aktieinnehav för dyrt. Samtidigt signalerar han i marknaden att något inte är bra. Marknaden blir mer informerad och värdet på företaget anpassar sig, så att andra inte därefter köper för dyrt. Hur skall man ställa sig etiskt i den situationen? Säljaren vinner oskäligen vinster på några få aktieägares bekostnad, men många "outsiders" blir informerade och marknaden undviker fortsättningsvis att göra affärer till fel priser.

Gör det någon skillnad om "insidern" själv köpt till högre priser och säljer ut till samma, nu för höga pris, när han inser att han gjort fel och därmed får kursen att rasa. Antag att han själv gör en stor förlust trots att han får ett högre pris än det marknaden några dagar senare kommer att betala. Det finns ingen lösning på det etiska problemet. Däremot finns det klara utsagor om hur man vill att marknaden skall fungera.

Vi kan krångla till situationen ytterligare och mena att en marknad, som tillåter att "insiders" säljer ut i förväg på negativ information, kommer att få samma karaktär som marknaden för gamla bilar; alla vet att där finns dåliga bilar (s k citroner) men inte vilka. Alltså kommer alla bra bilar, dvs alla bra företag, att undervärderas. Detta är inte bra för marknaden och ett starkt skäl för att marknaden skall disciplinera sig själv, så att "insiders" inte skall få tillfälle att sälja ut i förväg. Observera dock att det omvända nu inte gäller.

<sup>1</sup> Winans, en reporter vid Wall Street Journal, blev dömd för just detta till ett och ett halvt år i fängelse. Se Business Week, August 24 1987, s 16.

”Insiders” med goda nyheter bör köpa på en undervärderad marknad för att få upp priset.

Som lätt inses blir varje försök att reglera ”handeln” med en så svårdefinierad vara som information en uppsättning godtyckliga regler. På varje marknad har också sådana regler utvecklats av sig själva. Reglerna inriktar sig i första hand mot att förhindra vårdslös eller bedräglig användning av information eller mot att marknaden riggas på ett för handelns utövande och en pålitlig prissättning menligt sätt. Det senare är viktigt men är egentligen en fråga om självdisciplin, som det bör vara i agenternas eget intresse att upprätthålla.

Information och kunskap ger en monopolställning i marknaden. Antag att *Du förstår* att ett illa skött företag med några enkla medel kan struktureras om och bli lönsamt. Du tar på Dig jobbet om Du blir rik för besväret. Det blir Du om Du kan köpa företaget till det låga pris som den okunniga marknaden just nu värderar det till. Men när Du köpt upp ett visst antal procent av företagets aktier måste Du ”flagga upp”, därför att annars kommer de okunniga aktieägarna att förlora på att sälja till Dig. Då förstår alla okunniga att man skall behålla aktierna eller köpa dem och Din kalkyl faller. Antag att Du då ber en god vän att köpa för Din räkning och mot en del i vinsten ”parkera” aktierna, så att Du får kontroll och finner det värt besväret att få ordning på företaget.<sup>1</sup>

Låt oss säga att Du i stället erbjuder aktieägarna i det dåligt skötta företaget aktier i Ditt företag i utbyte mot deras, men att de inte lockas av budet, därför att Ditt företag värderas för lågt av en icke informerad börs, särskilt med tanke på vad Ditt företag kommer att bli värt när Du tagit hand om det dåligt skötta företaget. Du lyckas dock övertyga några om detta, som köper och bjuder upp priset på Dina aktier, så att Din ursprungliga plan går igenom. Hur skall vi ställa oss moraliskt nu? Blir det någon skillnad i utlåtandet om Du lovar att köpa tillbaka Ditt företags aktier till det ursprungliga priset om Du ”lurat dem”?<sup>2</sup> Antag att Du etablerar Dig i marknaden som en koordinator för att på ovan illustrerade sätt få duktiga entreprenörer att ta över och sanera dåligt skötta företag.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Om det kan bevisas, blir den som parkerat aktierna åt Dig dömd i USA.

<sup>2</sup> Saunders och flera med honom fick lämna sina jobb och åtalas för ett snarligt arrangemang i sina försök att ta över Distillers. Se Business Week, February 9 1987, s 16-20.

<sup>3</sup> SEC i USA försöker finna bevis på att arrangemang som skulle kunna tolkas på detta sätt har gjorts av Drexel Burnham, Lambert Inc, särskilt deras berömde ”junk bond operator” Michael Milken. Om det kan bevisas är sådana arrangemang åtalbara i USA. Se Business Week, February 16 1987, s 44-48 samt August 10 1987, s 38-44.

Problemet är, som den uppmärksamme läsaren redan konstaterat, att produktiva och icke produktiva informationsmonopol inte kan hållas isär, vare sig principiellt eller praktiskt. De är bägge en form av imperfektion på marknaden. Tillfälliga monopol grundade på en överlägsen kompetens har vi en moralisk benägenhet att acceptera, särskilt om monopolpositionen är bräcklig därför att fri konkurrens råder. Vem som vill kan träda in och slå sönder monopoliet genom att vara bättre. Lagstiftaren kan dock ha en helt annan uppfattning.

Om ett företag, å andra sidan, genom konstlade medel (överlägsen kompetens, finansiell styrka, kartellsamarbete etc) försöker tillskansa sig fördelar utöver vad kunskapen som sådan ger, träder moralen in. Problemet är blott att göra åtskillnad mellan de två typerna av positiva och negativa monopol. Detta är den amerikanska insider- och antitrustlagstiftningens centrala avvägningsproblem.

Det argument vi fört är att ju mer sällan vi behöver ta ställning i moralfrågor desto bättre, därför att inga klara gränser kan dras. Frågan som i stället bör ställas är: Kan inte regler och kontrakt formuleras en gång för alla så att man slipper problemet att ta ställning vid varje tillfälle? Hur kan marknaden fås intresserad av självdisciplinering?

För att kunna svara på dessa frågor måste vi först svara på frågorna: Vad blir de samhällsekonomiska konsekvenserna av systematisk felvärdering av företagens nuvärden? Har en i detta avseende dålig marknadsfunktion någon realekonomisk betydelse? Att så är fallet kommer vi att konstatera i kapitel II.

Vem utsätts för orättvisa på grund av ojämnt fördelad information? Jo, den lille investeraren som inte har resurser att skaffa sig eget kunskapskapital ("bli professionell") eller inte kan försäkra sig själv, eller måste köpa en dyr försäkring i något monopoliserat försäkringssystem. Han kommer på undantag i en aktiemarknad för specialister och stora placerare, som alltid kommer att vara mer och tidigare informerade än han själv.

De professionella placerarna kanske till och med vill ha de icke informerade, icke professionella placerarna med på sina marknader, därför att de alltid reagerar långsammare och därmed (genom att oftare förlora) så att säga ger en billig försäkring eller vinst åt de professionella.

### *Konsumentdeklarera marknadens risker och spelregler*

Hur löses nu den lille, okunnige placerarens dilemma. Han/hon kanske till och med är riskovillig. Den klassiska lösningen är att erbjuda alternativ, som inte är lika riskabla. Storföretagen på börsen utgör ett sådant alternativ jämfört med OTC-företagen. Invest-

mentbolagen utgör ett sådant alternativ jämfört med storföretagen. Lösningen ligger således i att skapa en institutionellt djup aktiemarknad med många och väl definierade risknivåer, som passar alla typer av placerare. I ett sådant spektrum av marknader i olika risker skulle en högriskmarknad kunna deklarerats som så professionell att inga restriktioner på "insider trading" behövs. Högriskmarknaden för professionella aktörer blir då "the dominant market for control". Den som ger sig in på den marknaden känner spelets regler, nämligen att alla handlare är väl informerade om det som går att vara informerad om. Vanligtvis tänker vi då på väl definierade "händelser", t ex att två företag just kommit överens om att gå samman. Det är en stor fördel om de som initierat och arbetat med den lösningen själva kan få teckna in sig i de framtida vinster de tror på genom att i förväg köpa aktier.<sup>1</sup>

## 7.2 Egenföretagande, nyföretagande, småföretagande

Den svenska industrin kännetecknas till sina grova konturer av att ett tjugotal stora, internationella koncerner helt dominerar utvecklingen på medellång sikt (se *De svenska storföretagen*, op cit). Dessa företag bygger sin existens på storskalig tillverkning, marknadsföring och produktutveckling på marknader för relativt mogna produkter, på anställda löntagare och professionell administration. Samtidigt går den teknologiska och ekonomiska utvecklingen i riktning mot ökad differentiering och heterogenitet av det kunskapskapital industrin bygger sin ekonomi på. Allt bättre ekonomiska förutsättningar för egenföretagande i relativt liten skala håller på att uppstå på vissa marknader (se kap VII i *Att rätt välja 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985*, op cit).

Delvis döljs industrins utveckling mot mindre skala av att den industriella produktionstillväxten sker under en annan statistisk nomenklatur än "industri". Kunskapskrävande tjänsteproduktion betyder allt mer men kräver inte stor skala, dyrbar maskinutrustning och en fabriksorganisation av anställd arbetskraft. Om denna tjänsteproduktion bryts loss från industriföretagen klassas den som pri-

<sup>1</sup> Observera att även "venturemarknaden" har denna karaktär, även om rättvisediskussionen här inte varit lika påtaglig. Att satsa på en ny högriskteknologi betraktas annorlunda än att satsa på en osäker företagsfusion. I princip är det samma sak, och venturekapitalisterna har utvecklat olika former av "insider kontrakt" ägnade att optimalt fördela risker (framtida vinster och förluster) som beror på att innovatören och finansiären är asymmetriskt informerade. Se mera nedan.

vata tjänster (se särskilt kap IV i *Kunskap, information och tjänster. En studie av svenska industriföretag*, op cit).

Välfärdsstatens regel- och skattesystem gör det ekonomiskt attraktivt att organisera kvalificerad tjänsteproduktion som egenföretagande. Exakt vad denna utveckling kan innebära på lång sikt tors man inte sia om i dag. Problemet är att om utvecklingen fortsätter i sin nuvarande riktning (se kap VII i *Att rätt värdera 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985*, op cit) så kommer en annan struktur än den som gäller i dag att karakterisera det rika, teknologikrävande industrilandet i början av nästa århundrade. Det är därför viktigt att denna typ av industristruktur får fria möjligheter att utveckla sig. För närvarande är de små innovativa företagens incitament att etablera sig och växa hämmade av statsmakten och de stora företagens dominans vad gäller såväl finansiering som marknadsföring. Avsaknaden av många konkurrenter/implementatörer, som snabbt kan följa upp de innovativa småföretagens idéer och finansiera produktion och marknadsintroduktion, anses av många bedömare hålla tillbaka den snabba expansion av nya industrier som teknologin möjliggör. Venturekapitalmarknader är ett viktigt inslag på bryggan mellan idé och marknadsintroduktion. Men bristen på expansiv ventureaktivitet i den öppna marknaden finns även internt inom företagen,<sup>1</sup> där nya idéer och produkter har svårigheter att tränga in i den storskaliga, driftorienterade produktionen för mogna marknader. Vi har att göra med ett typiskt informationsproblem.

Ett land, som vill klara den industriella omvandling som en ändamålsenlig industristruktur i början av nästa sekel kräver, *måste därför finna institutionella och etiska regler som möjliggör de otaliga, oförutsebara industriella omkombineringarna på mikroplanet som den strukturella anpassningen förutsätter och som i allmänhet ger upphov till stora och oförutsebara kapitalvinster eller -förluster*. Kapitalmarknadens optimala organisation kommer därför att bli en central fråga för den framtida industripolitiken. Är fenomen som "insideraffärer" och "fientliga takeovers" samhällsekonomiskt positiva eller negativa? Framtida analys får avgöra hur man skall besvara denna fråga. Så här långt kan man dock konstatera att i den experimentellt organiserade ekonomin kommer utfallet av den innovativa verksamheten alltid att bli ojämnt fördelat. En väsentlig del av marknads uppgifter är dessutom att sprida information, vil-

<sup>1</sup> Det antalsmässigt kraftiga intresset för högriskprojekt under 80-talets första hälft har efter några förlustår till stora delar försvunnit. Vid sidan av de vanliga venturebolagen finns också i Sverige några mycket kapitalstarka privata placerare, som arbetar i nära samarbete med de tekniska högskolorna.



ket gör "insideraffärer" till en del av informationsspridningen och därför inte alls självklart negativa. Detta gäller särskilt om informationsspridningen bidrar till att göra marknaderna för företagsvärdering mer stabila och mindre osäkra (dvs effektivare) samt stimulerar ett bredare ägarengagemang i produktionen.

## 8 Hur ser framtiden ut?

"In trying to appraise the market crash during the autumn of 1929, I have made use of all sources of information available to me to date.

... I have modified my opinions from time to time with the march of events and with the unfolding of evidence. I may, and probably shall, further modify them with subsequent developments".

(Irving Fisher, Dec 15, 1929, s vii i Fisher 1930)

### 8.1 Problemet

Om det är viktigt för den reala ekonomiska utvecklingen att prisbildningen på aktiemarknaden är stabil och förutsebar, blir en bedömning av den framtida prissättningen på aktiemarknaden en naturlig avslutning på detta kapitel. Kan marknaden förutses? Ligger marknaden i så fall just nu för högt eller för lågt?

Ett drygt halvår efter efterkrigstidens kraftfullaste och för marknadsaktörer oväntade globala börskrasch låter denna fråga förmodligen mycket förmåten. Kan man i dag överhuvud taget säga någonting meningsfullt om framtiden på aktiemarknaden?

En skola ekonomer skulle entydigt ta avstånd från denna fråga, med motiveringen att den effektiva marknaden i sin värdering av företagen redan tagit hänsyn till all tillgänglig information. Inget mer återstår att säga. Marknadens värdering av företagets tillgångar speglar på ett tillförlitligt sätt nuvärdet av alla framtida vinster eller utdelningar givet den information som idag finns tillgänglig. Genomgången av den vetenskapliga litteraturen i kapitel II ger dock inget stöd för att marknaden varit särskilt effektiv, särskilt inte när det gäller utvärderingen av företagets långsiktiga vinstkapacitet. Såväl 70-talets svenska aktiemarknad som börskraschen förra hösten (1987) förmedlar samma budskap. Det finns därför utrymme att på denna plats hävda att vi vad beträffar analysen har någonting utöver marknaden att bjuda på. Vi fortsätter därför, och sedan får marknaden själv avgöra om vi haft något av betydelse att säga.

Marknadens svaghet ligger främst i oförmågan att räkna om den *långsiktiga* framtida vinstkapaciteten till pålitliga nuvärden. Med höga påslag för risk diskonteras det mesta som händer bortom det omedelbara bort. Aktiemarknaden har haft särskilt svårt att utvärdera betydelsen för företagets vinster av interaktioner mellan olika marknader, särskilt mellan reala och finansiella marknader, t ex arbetsmarknaden och kapitalmarknaden. I

detta fall har offentligt tillgänglig information inte utnyttjats effektivt. Dessutom har marknadens funktioner och värderingar störts av den politiska processen, störningar som kanske är svårare att omsätta i nuvärden. Som en följd av detta skapas under långa perioder stor osäkerhet med växlande övervärdering och kraftfull undervärdering. Utförsäljning av verksamheter stimuleras därför av att priset är för högt. Eller också blir ägare inlåsta med sina placeringar under längre perioder, därför att aktiemarknaden inte förstår att sätta deras rätta värde. Så skall inte en effektiv marknad fungera. I bägge fallen hindras realekonomiskt effektiva affärstransaktioner på grund av felsatta priser. Varför finns det under sådana situationer inte spekulanter som passar på att tjäna pengar på att tillgodose den långa sikten? Varför började inte marknadens aktörer tidigare efter 70-talets krisår att bjuda upp aktiekurserna? Har vi på denna punkt något att säga om framtiden just nu?

Vi kan under alla förhållanden försöka ställa frågan någorlunda intelligent. Vad kan man objektivt ta hänsyn till? Finns det offentligt tillgänglig information som säger att man kan tjäna pengar på att gå emot marknaden och göra större vinster om några år genom att köpa nu, snarare än att vänta?

## 8.2 Metoden

Den analys vi talar om låter sig delas upp i olika partiella bedömningar, som sedan grovt kan sammanfogas till en helhetsbild. Vi har först *företagens realekonomiska situation* ("fundamentals") som förutsätter:

- en bedömning av aktiemarknadsläget totalt på grundval av vad vi vet om
- *dels* de individuella objektens (företagens) faktiska situation,
- *dels* vad vi tror om marknadens förmåga att rationellt och tillförlitligt värdera dem.

Den centrala makroanalysen innehåller fyra delmoment:

- (1) Den *framtida kapitalförräntningen* och utdelningskapaciteten.
- (2) *Ränteläget*; vad ger alternativa finansiella placeringar för avkastning, samt hur snabbt skall framtida vinster diskonteras?
- (3) *Likviditetssituationen på marknaden*.
- (4) *Risk och osäkerhet*; detta handlar *dels* om företagets vinstutdelningskapacitet och de riskpremier som skall läggas in i diskonteringsräntan, *dels* om hur nuvarande placerare upplever sin risk- och osäkerhetssituation.

Placerarnas upplevelse av situationen kan under långa tider vara helt frikopplad från underliggande realekonomiska förhållanden, även om vår tidigare sambandsanalys av räntabilitet, utdelningar och q-värden antyder att konvergens mot vissa centrala samband så småningom sker.

Man skulle också kunna bryta loss en femte punkt, nämligen

- (5) *Inflationen*,

därför att inflationen påverkar alla fyra övriga bedömningar.

Modigliani – Cohn (1979) hävdar att marknaden systematiskt under-

värderar företagen på grund av en inflationsillusion. Wahlroos – Berglund (1986) finner att medan den effektiva avkastningen på finska aktier varit oberoende av inflationsförväntningarna, så kan ett klart negativt samband med faktisk inflation konstateras. Detta resultat kvarstår sedan W-B kontrollerat för effekten att högre inflation signalerar lägre framtida tillväxt och vinster. Inflationen förtjänar därför särskild hänsyn, även om vi har att göra med ett svårt simultanitetsproblem.

Tar vi hänsyn till inflationen *måste* i logikens namn alla de övriga fem elementen behandlas simultant inom en total modell. En av de få kristallklara slutsatserna från nästa kapitelns litteraturgenomgång är nämligen, att Fishers hypotes, att realavkastningen är oberoende av inflationen, är felaktig. Analyserna av det monetära/finansiella systemet och det reala systemet kan därför *inte* separeras.

Traditionell finansanalys har dock byggts på denna separation. Allt som är besvärligt döljs under posten (4). Är man som marknadsaktör dålig på att bedöma den framtida politiken och konsekvenserna av interaktion mellan olika marknader, eller mellan finansmarknaderna i olika länder, så skriver man ned framtiden med ett extra, rejält tilltaget riskpåslag.

Detta antyder ett ytterligare problem av principiellt stor betydelse. En bedömning av aktiemarknadens förmåga att pålitligt uppskatta företagets framtida värden påverkas även av vilka aktörer, vilka instrument och vilken kompetens som får tillfälle att göra sig gällande i marknaden. Om marknadens informationsteknologi (institutioner, organisationer, instrument etc) förändras och dessutom påverkas av hur väl marknaden fungerar, kan man på teoretiska grunder hävda att den typ av kalkyler vi just nu skall göra är meningslösa.

Exempel på förändringar i marknadsteknologin är de nya marknader för optioner som uppstått samt "program trading". Bägge lär ha radikalt ökat den hastighet varmed ny information påverkar marknadernas prisbildning och möjligen även ha destabiliserat aktiemarknaden. Om därför kalkyler som de som nu skall presenteras spelar någon roll, kommer kalkylen (som en informationsteknologisk innovation) att påverka marknadens prissättning. Kalkylen blir därmed fel. Denna problematik diskuteras i kapitel II under rubriken "Jämvikt på kapitalmarknaden, finns den? – en teoretisk översikt". Här bortser vi helt från detta problem. Vi kan också betrakta denna kalkyl som ett exempel på kalkyler som regelbundet genomförs. Detta gäller särskilt likviditetsanalysen.

### *Förväntningarna*

Varje delanalys har ett *objektivt* inslag (hur har det varit?, hur ser det ut?) samt ett *subjektivt* element, *förväntningarna*.

Bedömningen av den framtida utvecklingen hos grundläggande ekonomiska variabler, bl a förräntningsmöjligheterna (moment (1)), genomför vi med hjälp av simuleringar på IUIs mikro-makro-modell. Vi är särskilt intresserade av att veta i vilken utsträckning den hittills under 80-talets goda vinstutvecklingen i industrin sammanhänger med ett hittills gynnsamt löneläge och en sedan 70-talets krisår nedkyld arbetsmarknad. Får vi överhuvud taget i gång ekonomisk tillväxt på 60-talsnivå om inte också lönsamheten lägger sig på 60-talsnivå (se figur 9a). Hur känsliga är industrins lönsamhetsutsikter för förändringar i löneutvecklingen? Vilka risker för löneexplosion föreligger?

Nästa tunga post gäller räntan, som med stora finansiella placeringar i företagen direkt påverkar såväl deras lönsamhet som det sätt varpå aktie-

marknaden uppskattar deras avkastning. Ränthebedömningen (moment (2)) bygger på tillgängliga externa prognoser. "Förräntningsprognosen" (under (1)) känslighetstestas därvid för olika ränteantaganden.

Riskbedömningen (moment (4)) innehåller ett klart politiskt inslag. Den framtida beskattningen av vinsten är den viktigaste enskilda faktorn. Sedan slutet av 70-talet har lättnader i beskattning av aktiesparandet inneburit en förändring av industrins finansiering bort från nominella lån mot en ökad andel ägarkapital. Den nu ökade riskfinansieringen gör det möjligt för företagen att klara ökade kommersiella risker. Ökade politiska risker sammanhängande med den framtida hemtagningen av vinster från riskengagemang kommer i ett slag att göra företagen mer utsatta också för kommersiella risker.

Det är viktigt att komma ihåg att marknads värdering gäller stocken (förmögenhetsvärden). Stocken är normalt mångdubbelt större än flödena under ett år. Omsättningshastigheten har dock under de senaste 20 åren trendmässigt ökat. Sålunda omsattes 3 % av det totala marknadsvärdet 1965, medan motsvarande andel 1980 var 13 %, en andel som 1986 hade ökat till 33 %.

Det är också viktigt att hålla isär två delar i företagets värdering. Först har vi marknads värdering av företagets substanser (q-värden), därefter har vi substansvärdets tillväxt.

Den svenska aktiemarknadens uppgång efter 1980 gällde i första hand en uppvärdering av existerande substanser; q-värdena ökade. Först 1984 började substansvärdena öka på grund av investeringar. Vi skall då komma ihåg att när substansvärdena börjar öka i reala tal (volym), dvs när tillväxten kommit igång, börjar faktorpriserna, särskilt lönerna och därför vinsterna, att bli känsliga för flaskhalsar och överhettningssfenomen. Expansions acceleration bygger alltså upp sin egen förstörelse genom att inflationen underminerar företagets lönsamhet och lust att investera.

### *Likviditetsanalys*

Likviditetsanalysen representerar ett "äldre synsätt" på hur aktiemarknaden skall analyseras som tillämpas av praktikerna på marknaden, men som betraktas med milt överseende av de moderna "finansteoretikerna".

Teoretiskt handlar det dels om hur segmenterbart och trögrörligt utbudet av likviditet är, dels om i vilken utsträckning förväntningar om framtida, inte bara faktiska, transaktioner påverkar kurssättningen. Frågan är med andra ord vid vilket förväntningsläge och hur snabbt samhällets totala monetära resurser kommer att fokuseras på just aktiemarknaden. Detta synsätt, att vid en förändring av förväntningarna alla framtida resurser från alla källor kan fokuseras just dit där utikterna ter sig bäst – i första hand associerat med Chicagouniversitetets ekonomer – är ett extremt synsätt. Extrema förutsättningar om existensen av marknader i framtids transaktioner görs. Vi genomför å andra sidan en "gammaldags" kalkyl, som underförstått att bara taktiska likviditetsflöden till aktiemarknaden påverkar kurssättningen. Vi genomför den dels därför att denna typ av kalkyler allmänt förekommer som underlag för beslut, dels därför att den verklighet som avgör den faktiska utvecklingen ligger någonstans mellan de två kalkylerna och inte nödvändigtvis närmast den som bygger på det moderna synsättet.

Likviditetsbedömningen (moment (3)) innehåller också ett klart politiskt inslag. Vad händer med aktiekurser, sparvilja och industrins försörjning med det allt viktigare riskkapitalet om likviditeten finans- eller penningpolitiskt dras ned? Det är särskilt viktigt att få ett grepp om hur stabila

vissa mycket tunga utbudsposter som försäkringsbolagens och allemansfondernas placeringar är. Hur ser alternativa placeringmöjligheter ut?

Vi har ställt samman en kalkyl för 1987 över tillskottet av finansiella resurser till aktiemarknaden som den normalt gjordes före "krisen". En stockberäkning för årsskiftet 1987/88 samt en flödeskalkyl för 1988 återfinns även. Se tabell 2.

Kalkylen gav bilden av att mycket pengar skulle jaga en alltför liten substans även en god bit in på 1988, med "inflation" i värdepapperen som följd. Likviditeten var prisdrivande just för denna kategori värdepapper. Det fanns med andra ord hösten 1987 och från denna speciella utgångspunkt ingen anledning till oro för att börsens kurser låg för högt. Däremot blev börskursen naturligtvis latent mycket känslig för en plötslig ändring i likviditetsflödet.

Även om kalkylen visade på betydande nettotillflöden av riskkapital till aktiemarknaden, var dock detta flöde hela tiden beroende av den relativa, förväntade totalavkastningen på aktieplaceringarna, dvs utdelning plus värdestegring. Denna avkastning måste jämföras med alternativavkastningen, dvs en riskfri ränta efter justering för den osäkerhet som är förknippad med aktieplaceringar överhuvud taget.

I en uppåtgående marknad handlar prisbedömningen om hur stort nettotillskottet ur sparandet är, samt möjligen om hur stora finansiella resurser, som kan lockas loss från andra placeringar.

**Tabell 2 Likviditetsanalys – traditionell kalkyl 1987**  
Miljarder kronor

	Flöden 1987 beräknade före "krisen"	Stocken januari 1987	Flöden 1988
Hushåll inklusive aktiefonder och aktiesparfonder	±0	110	±0
Allemansfonder	3	10	3
Löntagarfonder samt 4e AP-fonden	3	20	4
Försäkringsbolag	7	65	5-10
Investmentbolag och rörelsedrivande bolag	6	110	?
Övrigt (stiftelser m m)	±0	90	±0
Utlandet	-1	35	-5
<i>Placeringsbehov</i>	18	440	7-12
Nyemissioner m m	-9		-5
<i>Netto</i>	ca +9		+2-7

*Anm:* Stockberäkningen skall endast ses som en grov uppskattning. Flödet 1987 avser att beskriva de beräkningar som allmänt gjordes omkring aug/sept 1987, dvs före "kraschen". Flödet 1988 motsvarar de beräkningar som kunde göras omkring årsskiftet 1987/88, således före den kursuppgång och "uppköpsvåg" som förevarit hittills under året (mars 1988). De rörelsedrivande bolagens tänkbara agerande är överhuvud taget inte beaktat i det nettoöverskott (på 2-7 mdr) som är framräknat för 1988. I "Utlandet" ingår även de 3 miljarder som svenska investerare får nyplacera i utländska aktier under året.

Om de relativa avkastningsförväntningarna svänger i negativ riktning för aktieplaceringar, är det å andra sidan inte bara tillflödet av likviditet som kan försvinna. *Hela placeringsstocken kan börja röra på sig.* Som framgår av tabellen är stocken vida större än flödena.

Det finns också ett policyproblem i bakgrunden, nämligen statsmaktens politiska agerande. Åtgärder som minskar likviditetsutbudet eller påverkar den relativa lönsamheten (t ex plötsliga skattepåhopp) kan snabbt vända börsbilden. Men med tanke på den symboliska betydelse som aktiemarknaden åter fått kommer vi i denna analys att räkna med att statsmakten kommer att göra en hel del för att hjälpa till att styra likvida medel till aktiemarknaden. Allvarliga störningar på denna marknad är alltför störande för resten av ekonomin för att man skall våga ta chanser, särskilt ett valår. Såväl allemansfonder som löntagarfonder har dessutom klara regler att rätta sig efter när det gäller placeringar. Resurserna måste snabbt ut på marknaden, dvs för 1988 ca 7 miljarder kronor från den källan.

Försäkringsbolagen sitter i en liknande situation med stora likvida reserver, på jakt efter goda långsiktiga förräntningsmöjligheter. För 1988 handlar det säkert om 5-10 miljarder kronor, som vi räknar med skall gå in på marknaden om inte uppfattningen om en ytterligare, förestående "krasch" vinner i styrka.

En joker i bilden är de *rörelsedrivande bolagen* med (ännu efter krisen) en utestående samlad aktieportfölj brutto på ca 60 miljarder,<sup>1</sup> varav sannolikt 10-15 miljarder är mycket lätttrörliga. Dessa aktörer har under de senare årens expansiva förhållanden blivit en tung faktor på aktiemarknaden. Deras huvudsakliga uppgift är dock rörelsedrivande verksamhet, men de har tillfälligt parkerat en del av likviditeten i aktier för att få god förräntning i väntan på att pengarna skall behövas för investeringar. Minskas aktieportföljernas effektiva avkastning och/eller ökar investeringsbehovet kommer placeringsformen för en inte obetydlig del av dessa tillgångar att ses över. Å andra sidan är de rörelsedrivande bolagen, minst av alla aktörer, intresserade av att värderingarna av deras egna aktier destabiliseras. I den bemärkelsen blir deras aktieinnehav inlåsta i en situation av den typ som råder när detta skrivs (april 1988).

En annan joker är utlandet, vars placeringar är ytterst känsliga för relativa avkastningsförhållanden.

Vi har i första hand ställt upp denna kalkyl för att ge proportioner åt de storheter vi diskuterar. För det första är normala flödena mycket små i förhållande till stocken. För det andra är marknadens prissättning av hela stocken mycket känslig för små avvikande flöden, som tycks kunna generera väldiga förväntningar och en omedelbar fortsättning av prisförändringar i prisförändringens riktning, en förväntan som därmed förverkligas. Under börskraschen hösten 1987 var det bara ca 3 % av stocken som rörde på sig – huvudsakligen utförsäljningar ur högbelånade privatpersoners portföljer, men som under 3 månader förorsakade en massiv sänkning av börsvärdet med nära 30 %. Övriga placerare, även de små privata, verkar ha legat mycket stilla, ett förhållande som understryks inte minst av att de "fria uttagen" ur skattefondssparandet inte utnyttjats. Å ena sidan gör alltså situationen ett intryck av stor stabilitet, samtidigt som konstaterandet att så litet kan röra så mycket antyder ett labilt läge om oron för detsamma skulle återuppstå.

<sup>1</sup> ca 40 miljarder efter korrigerings för indirekt ägande.

Det resonemang vi nu genomfört gör oss till ”fundamentalister”. Vi har studerat så kallade objektiva fakta för att se om dessa förklarar vad som hänt respektive vad som kan hända. Anhängare av tesen om effektiva marknader skulle motsäga oss och säga att den effektiva marknaden redan gjort den utvärderingen (för ögonblicket – vårt tillägg).

Men vi säger så här: Marknadens aktörer har ingen möjlighet att förutse varandras reaktioner på varandra; en omständighet som gör att marknaden trots sin antagna kompetens periodvis kan uppträda, visserligen rationellt men samtidigt nästan oförutsebart, med bubblor som blåses upp och brister. Sedan någon tid är situationen sådan. Därför ställer vi oss nu frågan om underliggande objektiva faktorer (fundamentals) säger något om den långsiktiga utvecklingen av företagets vinst- och utdelningskapacitet, samt var marknaden ligger just nu i förhållande till denna trend. Denna kalkyl är möjlig så länge vi kan bortse från möjligheten att aktiemarknadens kurs-sättning påverkar den reala ekonomin. Vi gör först tillfälligt denna förutsättning och diskuterar vinsten på lång sikt. Därefter studerar vi med hjälp av institutets mikro-makromodell konsekvenserna av en möjlig simultan effektåtermatning från börserna till den reala ekonomin. Slutligen tar vi upp det globala perspektivet. Är detta verkligen en fråga som kan diskuteras i varje land för sig oberoende av hur samma problem löser ut sig i andra länder.

#### *Vinstkonjunktur och ränta på medellång sikt*

Vi har tidigare visat att marknadens värdering av företagets substansvärde tenderar att vara stabilt korrelerat med hur stora utdelningarna är ur samma substansvärde. Samtidigt har utdelningarna – med undantag för krisåren på 70-talet – varit stabilt korrelerade med hur stor överförräntning (över industrilåneräntan) företagen uppnått. Tillfälligt, dvs år från år, kunde avvikelser från dessa relationer vara kraftiga och ibland (under krisåren) även långvariga. Men de skattade relationerna tyder på att stora avvikelser så småningom är självkorrigerande.

Oktober månads (1987) börskrasch verkar ha fört ned marknadens substansvärdering under ovan nämnda, skattade samband. På längre – några års – sikt är därför frågan var företagets förräntning av industrikapitalet och räntan (avkastningskravet) kommer att lägga sig. På omedelbar sikt (våren 1988) handlar frågan mer om marknadens psykologi.

För att få ett grepp om vinstutsikterna har vi genomfört en rad simuleringsexperiment på institutets mikro-makromodell, varvid särskilt prisbildningen på arbetsmarknaden studerats.<sup>1</sup>

Efter 70-talets krisår har svensk industri genomgått en remarkabel strukturomvandling, snabbare och mer genomgripande än i flertalet industriländer. Ser man objektivt på svensk industri och jämför med konkurrerande industrier i omvärlden, är den vid mycket god hälsa, bortsett från några kvarvarande krisföretag (se Örtengrens kapitel IV).

Industrins förräntning av det egna kapitalet hade dock högkonjunkturåret 1984 knappast nått upp till medelvärdet för 50- och 60-talen. Den reala

<sup>1</sup> En uppdaterad modellversion i förhållande till den version som användes i institutets senaste långtidsbedömning (den nordiska) har utnyttjats. Se *Growth Policies in a Nordic Perspective*, op cit, s 202, samt Eliasson – Hanson – Hartler – Oxelheim (1988). En beskrivning av industrisektorn återfinns i Albrecht – Lindberg (1982).

räntan var dessutom betydligt högre än på 50- och 60-talen; lika hög som eller högre än kapitalförräntningen, ett anmärkningsvärt förhållande ett högkonjunkturår. Problemen med svensk industri ligger med andra ord på ett annat plan än produktivitet och industriell kompetens. Det är i första hand *den interna svenska relativprisbildningen*, särskilt produktpriser (internationella), löner och räntor, som *skall studeras om man vill förstå hur börserna uppträder och varför tillväxten uteblir*.<sup>1</sup> Den effektiva avkastningen på aktier ökade 1986 och 1987 (fram till kraschen) trots att kapitalförräntningen sjönk och trots fortsatt hög löneinflation. Men marknadsräntan föll också. Att aktiekurserna fortsatte att stiga speglade kanske förväntningar om en återgång till för 50- och 60-talen normal lönsamhet utan att förhållandena på arbetsmarknaden förändrades, dvs att lönerna skulle hållas i schack, men också att energikostnaderna skulle kunna hållas låga och stabila.

Mikro-makromodellen är mycket lämpad att använda för att studera dessa komplicerade samband mellan *offentligt tillgängliga fakta*. Simuleringsexperimenten visar också att löneutvecklingen inte drar ned lönsamheten mer än en konjunkturavmattning motiverar, så länge arbetsmarknaden uppträder lugnt som den gjort sedan 70-talets krisår. Om däremot arbetsmarknadens parametrar "sätts tillbaka till 60-talsförhållanden" kan en annorlunda situation lätt uppstå. Detta gäller i synnerhet om en aggressiv lönerörelse backas upp av en expansiv efterfrågepolitik i syfte att rädda selsättningen.

Figurerna 9 "sammanfattar" resultaten av simuleringsexperimenten, vilka börjar 1986. Resultaten blir kanske inte helt väntade. Det valda referensfallet<sup>2</sup> (REF) ger en gynnsam lönsamhetsutveckling (figur 9a) resten av 80-talet med relativt låg löneinflation (se figur 9b) och en ökande produktionstillväxt (figur 9c). Lönsamheten stabiliserar sig någon procentenhet under trenden för 50- och 60-talen. Börskraschen antas i dessa experiment lämna den reala ekonomin opåverkad.

Om arbetsmarknadens "parametrar" däremot "sätts tillbaka" till vad som gällde under 60-talet (jämför REF med inflationistisk arbetsmarknad (=INFL)) blir arbetsmarknadssituationen inflationistisk. Lönerna ökar mycket kraftigt. Den snabbt ökande genomsnittliga lönen gäller en snabbt sjunkande bas av sysselsatta, därför att arbetslösheten stiger kraftigt (det "engelska fallet"). Kapitalförräntningen stabiliserar något under den i REF, men gäller bara de överlevande företagen. Ett ökande antal företag går i konkurs och många kvarvarande företag drar ner sin produktion. Produktionsökningen minskar därför snabbt till negativa värden under 1990.

Om vi i stället låter börskraschen försätta ekonomin i ett skrämmande tillstånd inträffar "ett under" (jfr REF med SKR). Vi skrämmer upp arbetsmarknaden genom att sista kvartalet 1987 ställa tillbaka parametrarna till "krisspecifikation". Vi gör företagets investeringar särskilt känsliga för överkapacitet och höjer hushållens benägenhet att spara i takt med att inflationen och arbetslösheten ökar. Löneinflationen bryts därför att företagets ex-

<sup>1</sup> Se Eliasson – Lindberg (1986).

<sup>2</sup> För detaljer se Eliasson – Hanson – Hartler – Oxelheim (1988). Referensfallet är identiskt med det referensfall som användes i den nordiska studien, så när som specifikationen av de individuella företagens investeringsfunktion och antagandena om den internationella teknikutvecklingen (se Carlsson 1988).



pansionsplaner går ned samtidigt som arbetslösheten går upp. Utslagningen av företag på grund av en kostnadskris är inte lika dramatisk som i fallet INFL, där också arbetslösheten ökar. Konjunkturoren dämpas kraftigt under resten av 90-talet men börjar vända till det bättre, därför att vinstmarginalerna för export ökar och en väsentligt snabbare produktions-tillväxt än i löneexplosionsfallet (INFL) sätter in bortom 1990. De nominella lönerna ökar inte i genomsnitt lika mycket som i "löneexplosionsfallet", men genomsnittligt gäller den lägre ökningen en väsentligt bredare bas anställda. Reallöneskillnaderna är lägre, därför att inflationen minskar. Löneandelen minskar något, men förräntningen av företagets kapital ökar desto kraftigare och lägger sig över snittet för 60-talet (se figur 9a). Om börskraschen lyckas skrämna upp ekonomins aktörer som vi förutsatt får den därför samma effekt som en effektiv finanspolitisk åtstramning. De interna svenska priserna rättas till och en exportboom sätter igång, som så småningom ger underlag för reallöneökningar utan sänkt lönsamhet. En ytterligare ekonomisk-politisk poäng med detta scenario är att det ökade sparandet i stället för att som vid effektiv finanspolitik hamna i den offentliga sektorn i detta fall ackumuleras i den privata sektorn (hushåll och företag).

Man kan naturligtvis inte tolka in för mycket i dessa experiment, särskilt som börskraschens psykologiska effekter på den reala ekonomins "parametrar" bygger på gissningar och antaganden. Några slutsatser kan dock dras. Före 1987 års börskrasch hölls tendensen mot häftig löneglidning och "löneöverskjut" tillbaka av den höga reala räntan, som samtidigt höll nere företagets överförräntning. Men även före "kraschen" var en tendens mot snabb löneglidning, och krympande vinstmarginaler, klart etablerad. Lönsamheten var redan på väg nedåt. Så småningom borde även företagets "skattade utdelningskapacitet" ha dragits ned och därmed föranlett en viss nedjustering av aktiekurserna.

Denna nedjustering borde dock ha stannat en god bit över nuvarande (februari 1988) q-värdenivå. Samtidigt hade investeringar och tillväxt i företagen justerat upp underliggande substansvärden, med påföljd att börsutvecklingen efter en mindre svacka stagnerat under några år, för att därefter åter börja öka. Med reservation för internationella och psykologiska faktorer hade detta varit vår prognos på några års sikt om denna skrift gått i tryck före oktober 1987. I botten hade då legat en ränteprognos på realt, långsiktigt ca 4-5 % (och nominellt minst 10 %, med en beräknad inflation på minst 6 %) plus en extra marginal på 1/2-1 % för svensk valutaosäkerhet. Det senare påslaget beror dels på att valutaregleringen och hög svensk utlandsskuld-sättning signalerar interventionsbenägenhet, dels på den svenska devalveringstraditionen. Denna "prognos" hade alltså innefattat en nedrevidering av kurser och q-värden allteftersom konjunkturavmattningen inträdde, dock med ett visst underskjut! Mer tillåter inte vedertagna prognosmetoder att vi säger.

#### *Kort sikt*

1987 års börskrasch har avsevärt komplicerat bilden. För det första har marknadens värdering (februari 1988) av företagen hamnat en bra bit under den nivå företagens vinst- och utdelningskapacitet motiverar och det lågvattenmärke vi skulle ha räknat med. För det andra borde "kraschen" något ha kylt ned även arbetsmarknaden. Detta borde i sin tur partiellt gynna företagets vinstutveckling, om inte svensk arbetsmarknad redan vridits tillbaka till 60-talsförhållanden. Då är det farligt.

För det tredje gäller att endast en mindre del (ca 3 %) av börsens volym hittills har rört på sig, med konsekvensen att ca 200 miljarder kronor, eller omkring 30 % av de börsnoterade företagens värden försvunnit.<sup>1</sup> Så långt vi vet har de små spararna hittills legat kvar med sina portföljer. Rörelsen gäller främst högbelånade privata placerare. De små spararna äger direkt minst 20 % av de börsnoterade företagen och indirekt via allemansfonder och fria aktiefonder ytterligare 10 %. Om dessa aktiesparare skulle börja agera, kan vad som helst hända. Och detta var exakt vad som hände 1929/1932. Sådant kan vi inte göra prognoser på.

Problemet är dock att ytterligare, mycket stora kursrörelser nedåt på global nivå, initierade exempelvis av fortsatt mycket instabila valutamarknader, kan vara just den psykologi som börjar påverka det reala ekonomiska systemet.

#### *Hur påverkas det reala systemet? – återmatningseffekten*

Bortsett från psykologi och förväntningar – som är avgörande på kort sikt – är det den totala efterfrågan och prisbildningen i ekonomin som påverkas. Är aktiemarknaden organiserad så att dess aktörer så småningom kan lära sig var marknadens jämviktspriser ligger och snabbt hjälpa marknaden att hitta dit?<sup>2</sup> Modeller över total efterfrågan finns. Förmögenhetsvärdenas minskning bör också minska hushållens benägenhet att konsumera – en effekt som nationalekonomerna kallar just förmögenhetseffekten eller Pigou-effekten. Alla skattningar tyder dock på att den är liten (av storleksordningen max 5 % av förmögenhetsförlusten), därför att hushållen långsiktigt vill upprätthålla en stabil konsumtionsnivå. Detta gäller dock bara under stabila förhållanden, dvs när man tror att det inträffade är temporärt, konjunktorellt. Börjar större saker inträffa vet ingen hur stark denna effekt kan bli. Den potentiellt farligaste effekten är dock den internationella totaleffekten av en kombination av sänkt konsumtion, sänkta investeringar, åtstramningspolitik i alla industriländer och en plötslig sänkning av förväntningarna. Vi fick under 70-talet en föraning om hur starka dessa effekter kunde bli när alla länders politik tillsammans skapade efterkrigstidens kraftigaste konjunkturavmattning.

Avgörande för hur vi skall se på förväntningarnas effekter är om och på vilken sikt den nuvarande ekonomiska situationen är snabbt självreglerande. Finns det farhågor för att världsläget förväntningar skapar en global depression, något som flera bedömare i dag inte räknar som helt osannolikt? Mekanismen bakom detta är att samtliga individers och företags samlade osäkerhet skulle dra ned investeringar och konsumtion samt höja sparandet, dvs därmed skapa (vid för höga räntor) en Wickselliansk, deku-

<sup>1</sup> Vi skall dock komma ihåg att denna väldiga siffra är räknad brutto. Netto efter korrigering för inbördes ägande blir det ca 150 miljarder kronor som försvunnit, inte heller det en föraktlig siffra. Den motsvarar ca 30 % av de svenska hushållens disponibla inkomster 1987.

<sup>2</sup> En teoretisk litteratur, som sysslar med möjligheten av sådana sk rationella förväntningsjämvikter, håller för närvarande på att växa fram (se kapitel II, avsnitt 5.1.3). Typiskt för denna analys är dock att modeller med prisåtermatning av ovan nämnt slag undviks.

umulativ process. Problemet är reellt. Det har ingen betydelse hur irrationellt ett sådant beteende kan tolkas, så länge som tillräckligt många aktörer i marknaden signalerar farhågor.

Att åstadkomma en lokal depression i Sverige verkar dock inte vara möjligt så länge omvärlden förhåller sig lugn. Vi har på olika sätt utsatt mikromakromodellekonomin för mycket betryckta inhemska förväntningar. Modellekonomin är mycket robust. Det har inte varit möjligt att skapa annat än en temporär konjunkturnedgång. Tvärtom, om hushållen och företagen blir tillräckligt lokalt uppskrämda och om statsmakten inte gör någonting, kommer den inhemska efterfrågedämpningen – med tillfälligt (!!!) bidrag från en ökad arbetslöshet – att sänka det svenska lönekostnadsläget så att exporten får en skjuts och så småningom ger en exportboom som löser sysselsättningsproblemet. Detta goda resultat förutsätter att företagen förstår hur det hela fungerar och inte under övergångsperioden slutar investera. Om löntagarna blir oroadade men företagen *förstår hur maskineriet fungerar*, kommer marknaden att fungera effektivt. Börsspekulanterna kommer då att ha åstadkommit för Sverige vad många finansministrar inte lyckats med, nämligen den effektiva åtstramningspolitik som får en permanent justering av interna relativpriser till stånd. Det är dock den *givna* omvärlden som gör den svenska ekonomin robust. Skulle samma sak inträffa i alla länder, då finns det inga stabiliserande begränsningar.

#### *Psykologi och marknadsstabilitet*

En global, kumulativ process skulle med dagens internationellt integrerade finansmarknader snabbt påverka psykologin i världsekonomin. Inte heller borskraschen i oktober kunde förklaras med hänsyn till förändringen i underliggande objektiva fundamenta inom industrin. Problemet låg på ett annat mycket komplexare plan. Någonting har inträffat som i ett slag har förändrat hela den förväntningsbildning, den psykologi, som tidigare hållit uppe kurserna. Detta gäller alla börser i industriländerna och priskänsligheten är enorm. Medan börsvärdena som nämnts rasat med mellan 25 och 40 %, har transaktionerna enbart uppgått till ca 3 % av börsvärdet. Motsvarande tal på New York-börsen är att en omsättning av 3 % av börsvärdet under fyra direkt på kraschen följande "trading days" åstadkom en indexsänkning på 30 %. Efter 14 dagar hade sänkningen stabiliserats vid ca 25 %. Transaktionerna utgjorde då ca 5 % av börsvärdet. Hur stort börsfallet var i relation till några länders samlade årsproduktion framgår av figur 8. Kan man peka på förändrade omständigheter som plötsligt blivit kända, som motiverar denna dramatiska omvärdering av börsens nuvärden? Knappast!

Har vi att göra med en permanent revision av börsens värderingsprinciper eller är detta en tillfällig, men stor störning i förväntningsläget, som så småningom kommer att korrigeras av sig själv? Hur länge dröjer det i så fall innan objektiva fundamenta återigen bestämmer marknads värdering av aktierna?

(De omständigheter som många bedömare pekar på är en rad finansiella och reala ojämvikter i världsekonomin, som tillsammans ger en situation som ingen riktigt begriper sig på. Vi har först och främst de stora industriländernas tunga, ineffektiva och illa finansierade offentliga sektorer; illa finansierade i den bemärkelsen att om marknaden fick bestämma skulle mycket slås ut och resten drastiskt omorganiseras. USAs budgetunderskott är ett inslag i den bilden. Löses inte USAs budgetproblem med någorlunda restriktiv politik lurar inflation och växelkursstörningar i bakgrunden.

Skuldskrisen i många u-länder är ett annat inslag. U-världens skuldproblem beror bl a på att industriländerna inte köper deras produkter i den takt de räknade med före oljekrisen. Blir det en ny kris bland industriländerna kommer deras situation ytterligare att förvärras.

En för den rationelle analytikern ännu farligare situation än u-ländernas skulder är dock vissa, till synes mycket övervärderade, tillgångsmarknader i några stora industriländer, särskilt Japan. Här handlar det om belopp som vida överstiger u-ländernas skulder. Dessa värden hålls uppe av gemensamma intressen. Hur starka dessa gemensamma intressen är, dvs hur stor risken för bristningar är, kan dock ingen bedöma. Därav osäkerheten. Om aktie- och fastighetsmarknaderna i Tokyo skulle "kollapsa", måste enorma belopp täckas in, i första hand genom utförsäljning av finansiella dollartillgodohavanden. En ytterligare djupdykning av dollarn blir följden.

Vad kan statsmakterna göra? Ingenting! Ingen har en samlad bild av den totalekonomiska situationen. Vi vet inte ens om vi har ett problem. Börjar politikerna i olika länder agera, oberoende av varandra och utan överblick av totalläget blir det bara ytterligare marknadsoro. I valet mellan att störa balansen ytterligare och avstå ifrån att agera och sätta sitt hopp till marknadens dynamiska effektivitet, förefaller det rationellt för de olika ländernas politiker att efter många årtionden av stark tro på sin egen förmåga nu låta marknaden få sin chans.)

Det vi skrivit kan vara okunnigt. Men detta är inte problemet. Det är alla aktörers reaktioner – hur okunniga de än må vara – som bestämmer förväntningar och stämningssläge på finansmarknaderna.

Risken för en ytterligare "run" på industriländernas förmögenhetsvärden, med potentiellt förödande effekter på den reala ekonomin – en risk som är stor därför att det första steget utför redan tagits – föreligger alltså, därför att många aktörer tror att risken föreligger. I en sådan situation kan klumpigt ekonomisk-politiskt agerande på internationell nivå vara den faktor som utlöser en andra kris.

Givet detta, hur reagerar en rationell aktör/placerare i Sverige?

Man skulle kunna bedöma det spekulativa läget ungefär så här. Konjunkturutsikterna är sådana att det inte finns någon anledning att ha bråttom med köp. Köp skulle dessutom bli dåliga affärer om marknaden går ned ytterligare. Det ligger i de stora, professionella placerarnas intresse att marknaden går ned ytterligare innan de går in. Det ger möjligheter till större vinster när det gäller nyplaceringar. De som i första hand blir lidande på en sådan utveckling är placerare med mindre uthålliga portföljer eller hög belåning, dvs de som kommer att agera med säljorder, om ytterligare en nedgång inträffar. De små placerarna börjar nu komma i farozonen! Om tillräckligt många resonerar på det sättet kommer marknaden att gå ned ytterligare under den långsiktigt rimliga nivån. Endast på en mycket djup marknad med många aktörer, som med klart långsiktig placeringspolitik räknar med att kunna tjäna pengar på att många spekulerar i en ytterligare kraftig nedgång på marknaden, kan en sådan nedgång förhindras. Ju fler kompetenta långsiktiga placerare, desto tidigare måste man i en situation som denna gå in för att säkra framtida kapitalvinster, innan konkurrenter börjat bjuda upp kurserna.

Situationen 1979 när börsens q-värden nådde sitt bottenläge (se figur 4a) är alltså kristallklar. Antingen var börsen effektiv och befolkad av kompetenta och professionella aktörer som alla hade tillgång till all tillgänglig information (offentlig och insider), vars rationella och informerade bedömning var att löntagarfonderna skulle ta över och/eller att svensk industri var

i permanent kris. Alternativt var marknaden klart ineffektiv och börsens aktörer varken informerade eller kompetenta, eftersom de inte redan tidigare hade börjat bjuda upp kurserna på aktierna.

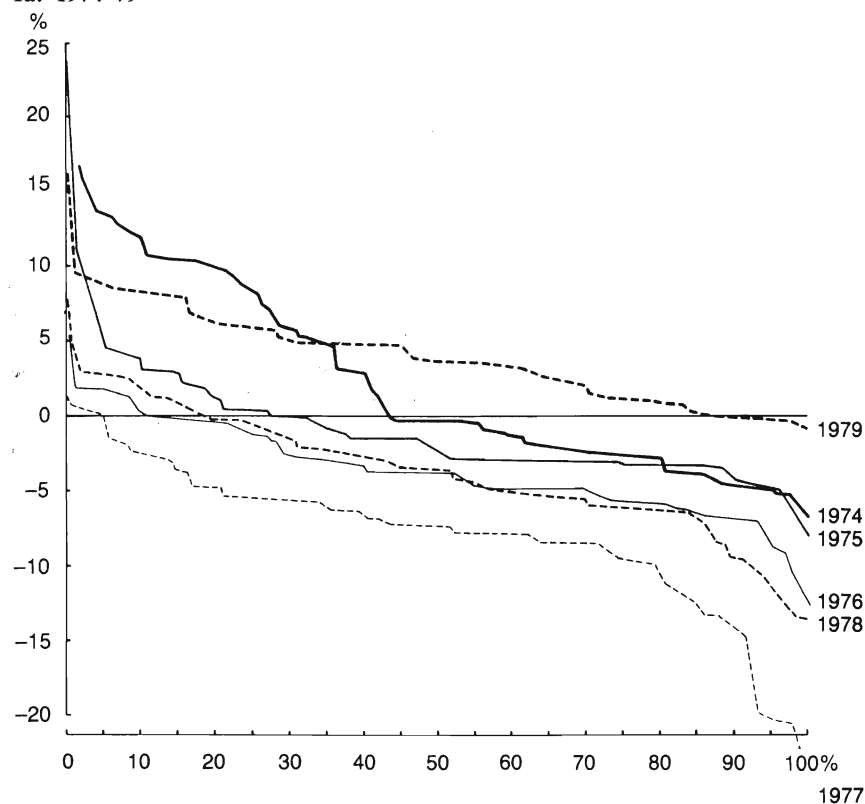
Industriföretagen själva hade ett stort ansvar i denna bedömning, och kunde, särskilt om de haft de möjligheter amerikanska företag har att på insiderkunskap köpa in sina egna aktier, tidigt ha börjat korrigera priserna i rätt riktning. Det är i första hand industriföretagen som inte mår finansiellt väl av en stökig aktiemarknad. De sitter inför 1988, som vi visat, som jokrar i detta spel med stora placeringar.

Frågan blir om allemansfonderna förmår hjälpa till, eller om ytterligare tillskott av skattebefriat sparande behövs för att stabilisera marknaden i Sverige.

Ingen lokal svensk lösning finns dock om världen i övrigt börjar gunga. Men det är hög tid att i Sverige börja fundera på om inte aktiemarknadens bisarra skattesituation radikalt borde förändras. En permanent förändring av skattesystemet som gynnar hushållens sparande och särskilt sparande i aktier, som direkt kommer företagen till godo, kommer också att hålla företagens marknadsvärden uppe och på en nivå som någorlunda motsvarar det ekonomiska värdet av gjorda investeringar. Politikerna har alltså en begränsad uppgift även i denna situation, nämligen att hjälpa till så att priserna på den viktigaste av alla marknader, nämligen aktiemarknaden, blir någorlunda pålitliga signaler på de värden som skapas i företagen i stället för att som tidigare störa prisbildningen.

**Figur 1 Kapitalförräntning utöver kapitalmarknadsränta – fördelningen över kapitalbeståndet i svensk industri för olika år**

1a. 1974–79



*Anm:* Figuren skall läsas så här.

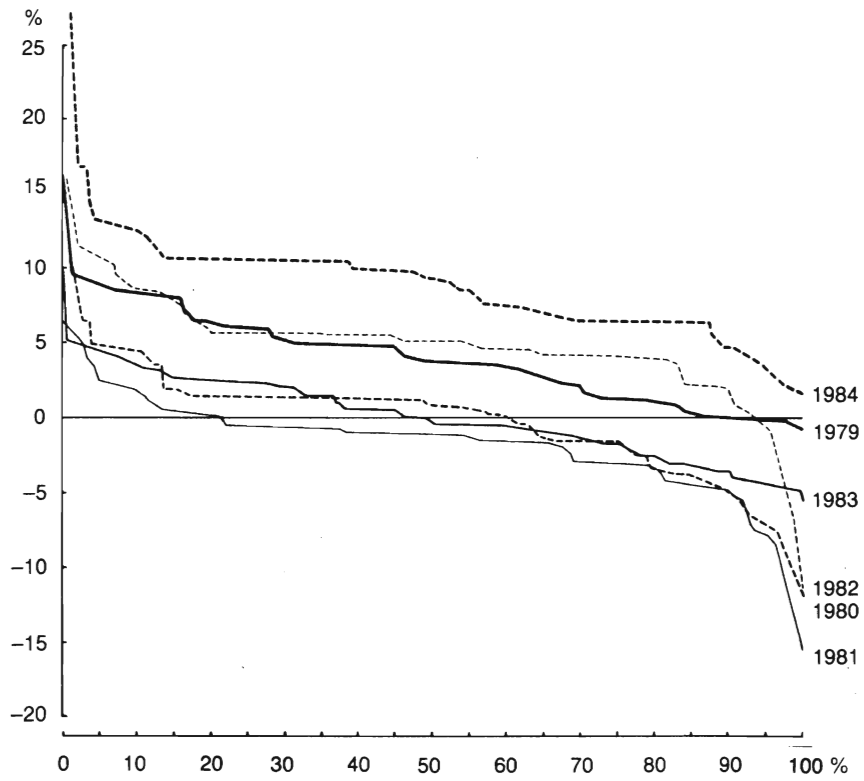
På den vertikala axeln visas med hur många procentenheter den nominella förräntningen av det totala kapitalet översteg den nominella räntan på industrilån.

På den horisontella axeln visas hur dessa förräntningstal fördelar sig över de enskilda industriföretagen. Kurvan är kumulerad, vilket innebär att man på den axeln kan läsa av hur stor andel av kapitalet som förräntas med minst det procenttal som kan avläsas på den vertikala axeln.

1979 nådde nästan hela kapitalbeståndet en förräntning överstigande låneräntan 1979. Krisåret 1977 lyckades endast en bråkdel av kapitalbeståndet nå en förräntning överstigande industrilåneräntan.

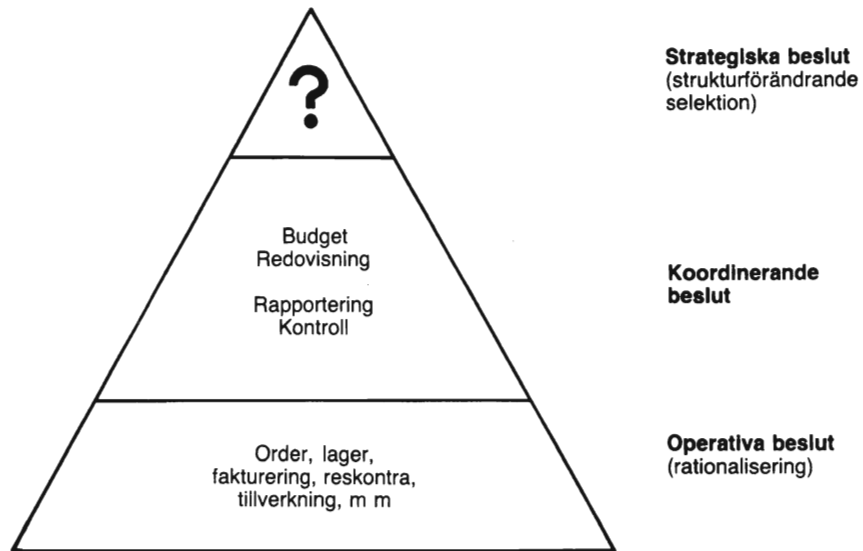
*Källa:* MOSES Data Base.

1b. 1979-84



Källa: MOSES Data Base.

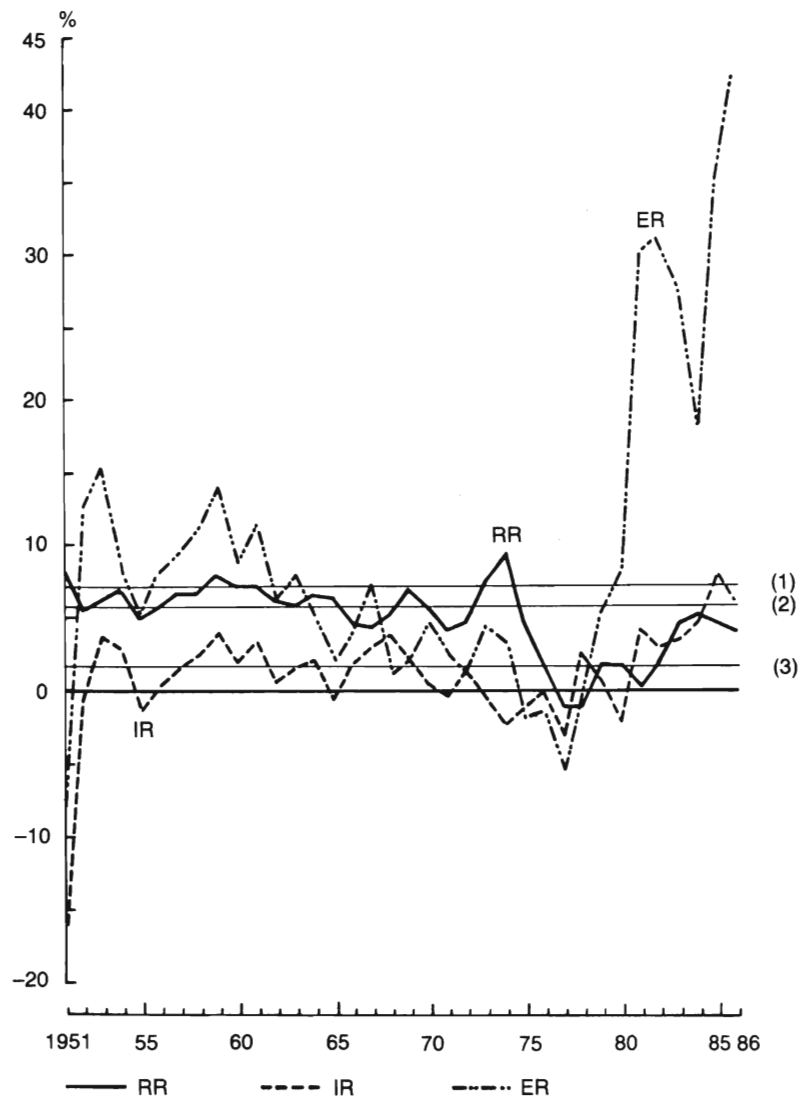
**Figur 2 Beslutspyramiden i företaget**



*Källa: Hur styrs storföretag? En studie av informationshantering och organisation, IUI, Liber, Stockholm, 1984, s 95.*



Figur 3 Företagens börsavkastning, industrins räntabilitet och räntan 1951–86



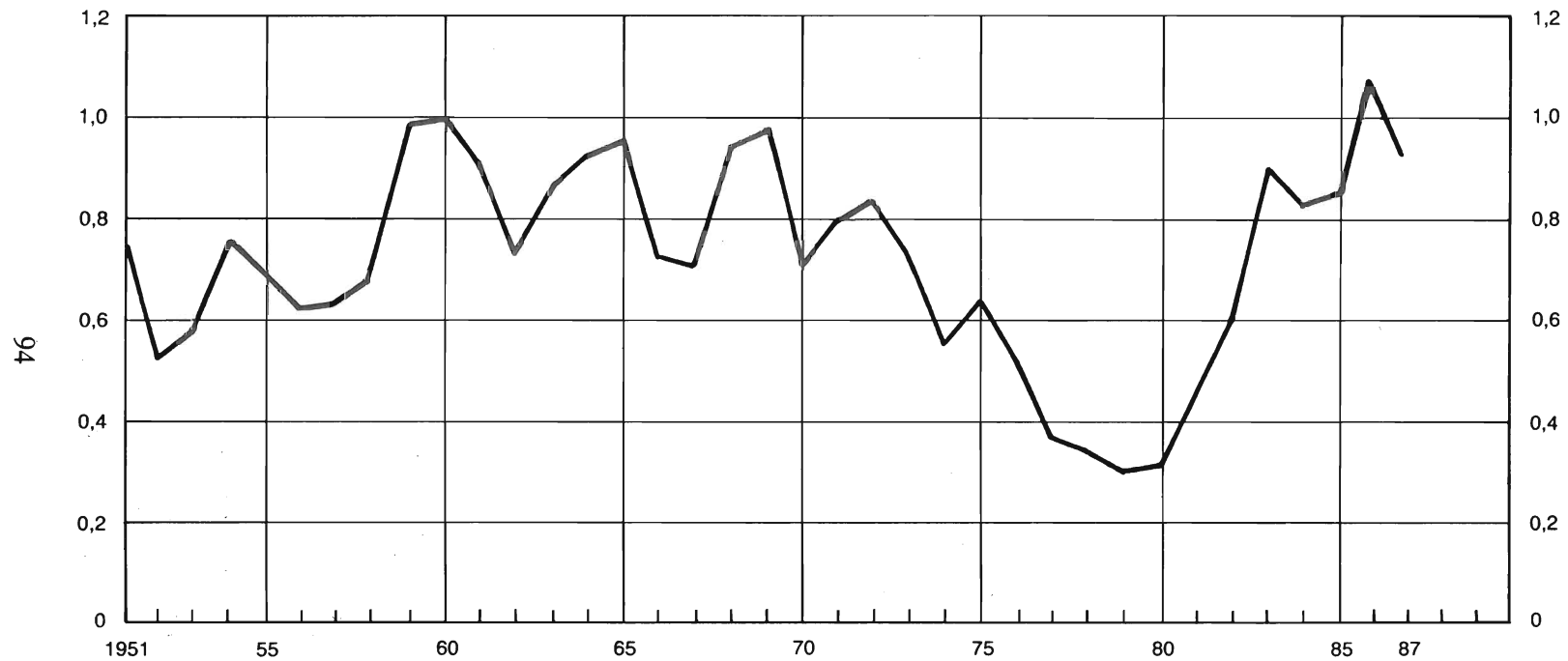
*Definition: Räntabiliteten (RR) definieras realt, dvs efter justeringar för prisnivåförändringar. Räntan (IR) är definerad realt, dvs från räntan på långa industriobligationer har dragits förändringen i konsumentprisindex. Den effektiva börsavkastningen (ER) definieras (också realt) som summan av direkt avkastning och real kursförändring.*

*Anm: De horisontella linjerna mäter realräntan (1), räntabilitet (2) respektive effektiv börsavkastning (3) i medeltal för perioden 1951–72.*

*Källa: Södersten, J, "Industrins vinster, finansiering och tillgångsstruktur 1965–83", Specialstudie V i Att rätt värdera 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985, IUI, Stockholm 1985, samt uppdateringar inom IUI. Data för effektiv börsavkastning har hämtats från Näringslivets ekonomifakta.*

Figur 4 Marknadsvärden och substansvärden inom svensk industri 1951-87

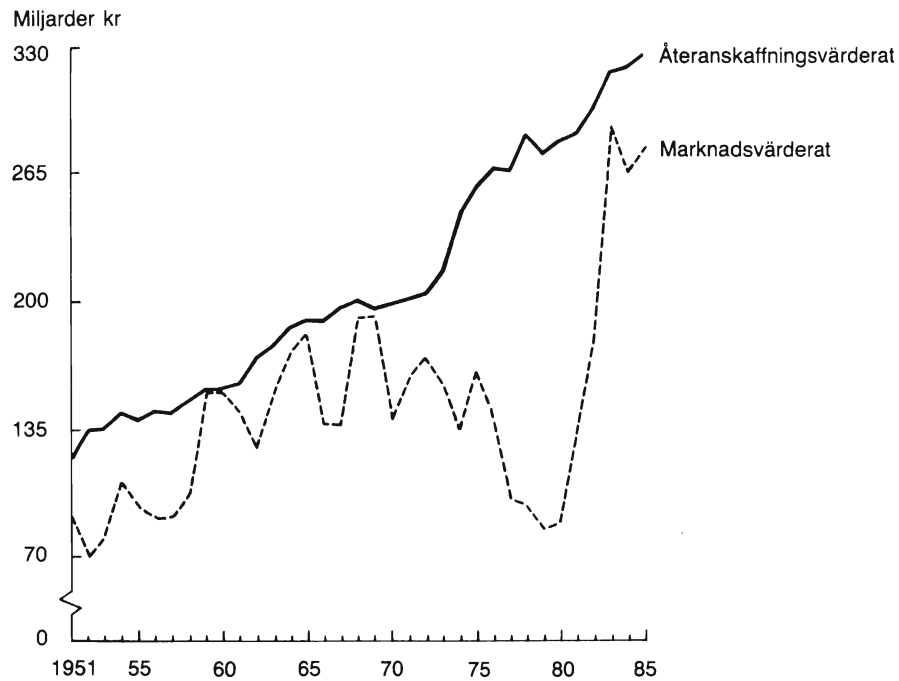
4a. q-värden för hela industrin 1951-87



Anm: Med substansvärde menas kumulerade totala investeringar, korrigerade för inflation och kalkylerade avskrivningar minus skulder. Från det sålunda erhållna substansvärdet (återanskaffningsvärdeberäkning) av eget kapital har dragits en beräknad "dold skattebelastning". För exakta definitioner se Södersten, J, "Kapitalbildningens förutsättningar", IUIs Årsbok 1987-1988, IUI, Stockholm 1988.

**4b. Marknadsvärderat och återanskaffningsvärderat eget kapital i svensk industri 1951–85**

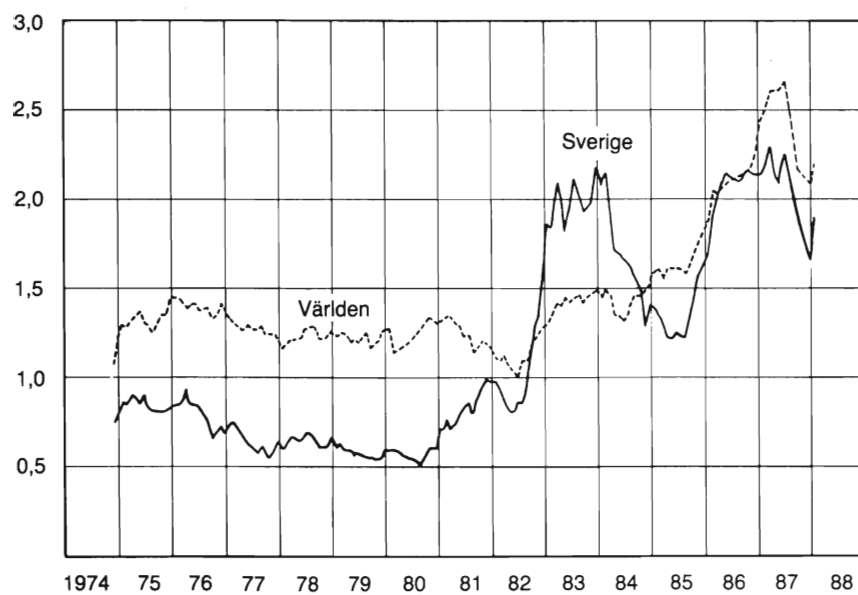
Miljarder kr i 1980 års priser



*Anm:* De återanskaffningsvärderade substansvärdena är desamma som i nämnanen i figur 4a. Marknadsvärdet och substansvärdet har år 1980 beräknats från ett vägt index av börsens industriföretag. Med hjälp av den sålunda erhållna skillnaden för börsföretagen mellan marknads- och substansvärde har ett hypotetiskt marknadsvärde för hela svenska industrin beräknats. Marknadsvärdena bakåt och framåt har därefter erhållits genom att alla industriföretag antagits ha en kursutveckling identisk med de på börsen registrerade industriföretagen.

*Källor:* Diagram 4, s 189 i Eliasson, "Profit Performance in Swedish Industry", Special Study F i *Industrikonjunkturen* Hösten 1976, Sveriges Industriförbund, Stockholm. För perioden 1965 och framåt se Södersten, J, "Kapitalbildningens förutsättningar", *IUIs Årsbok 1987–1988*, IUI, Stockholm, 1988.

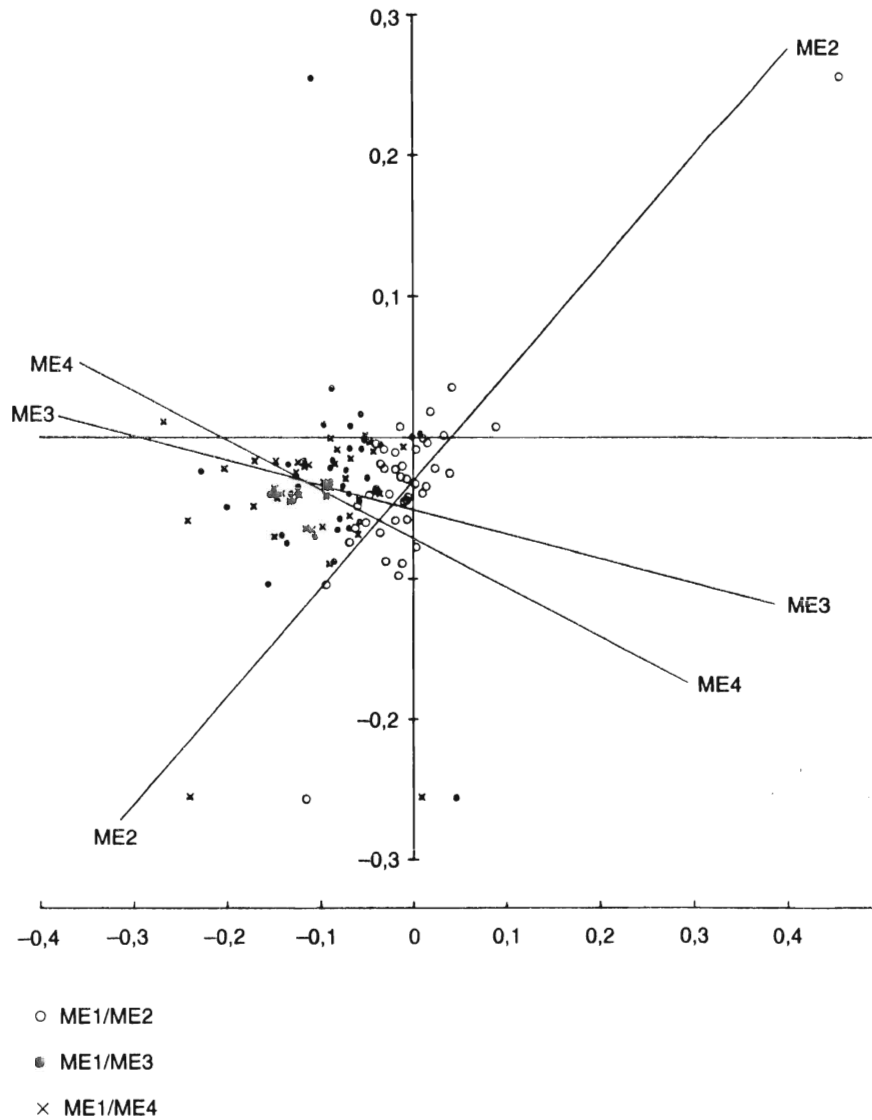
#### 4c. q-värden i Sverige och i världen 1975–87



*Anm:* Denna gång används bokförda substansvärden i nämnaren, därav nivåskillnaden på q-värdet mellan figur 4a och denna figur.

*Källa:* Morgan Stanley Capital International Perspectives.

Figur 5 Stabiliteten i kapitalets förräntning – överförräntningen i dag och i morgon hos 42 stora svenska koncerner

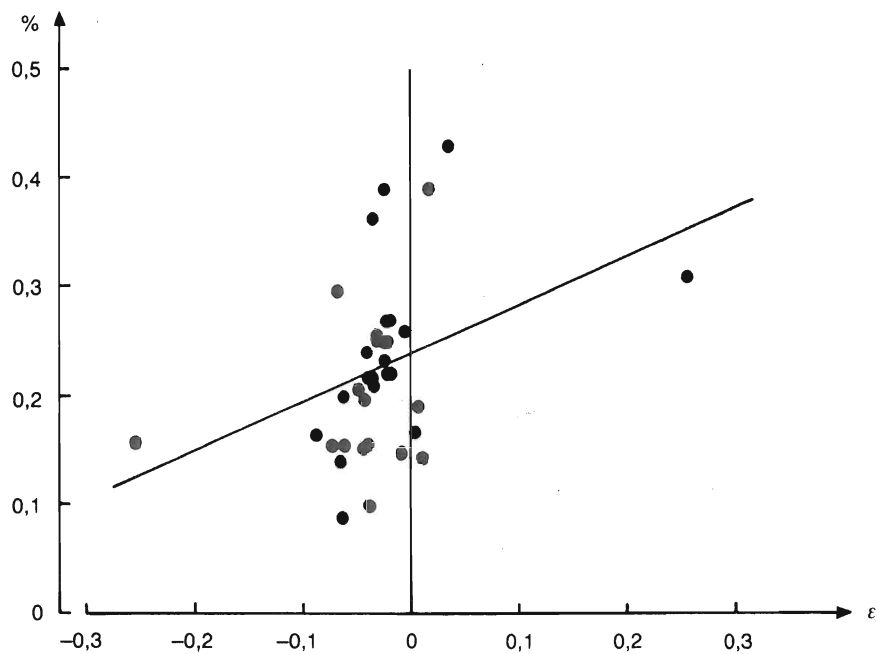


Anm: ME mäter företagens reala förräntning ( $R$ ) över industrilåneräntan ( $IR$ ), dvs  $\bar{\epsilon} = ME = R - IR$  i figur 3 för respektive företag och period.

Källa: MOSES Data Base.

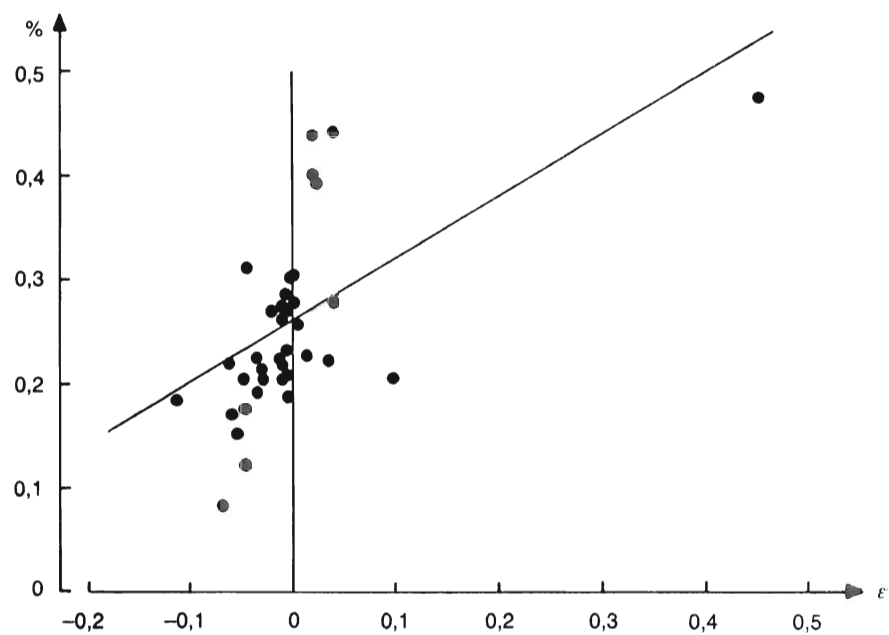
**Figur 6 Utdelningen och företagens förräntning av substansvärdet i 37 stora börsföretag 1966–85**

**6a. 1966–70**



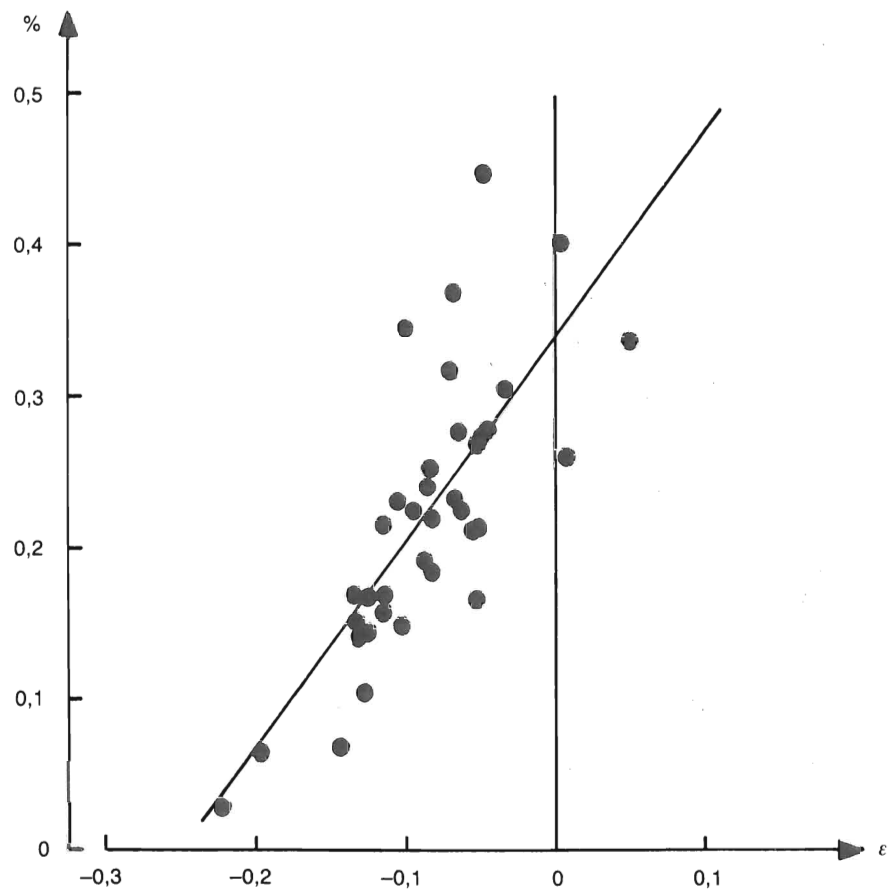
*Anm:* På den vertikala axeln anges utdelningens storlek i procent av substansvärdet i medeltal för en femårsperiod. På den horisontella axeln anges företagens förräntning av samma substansvärde över industrilåneräntan för samma period, dvs  $\epsilon$ .

6b. 1971-75



*Anm:* På den vertikala axeln anges utdelningens storlek i procent av substansvärdet i medeltal för en femårsperiod. På den horisontella axeln anges företagets förräntning av samma substansvärde över industriräntan för samma period, dvs  $\epsilon$ .

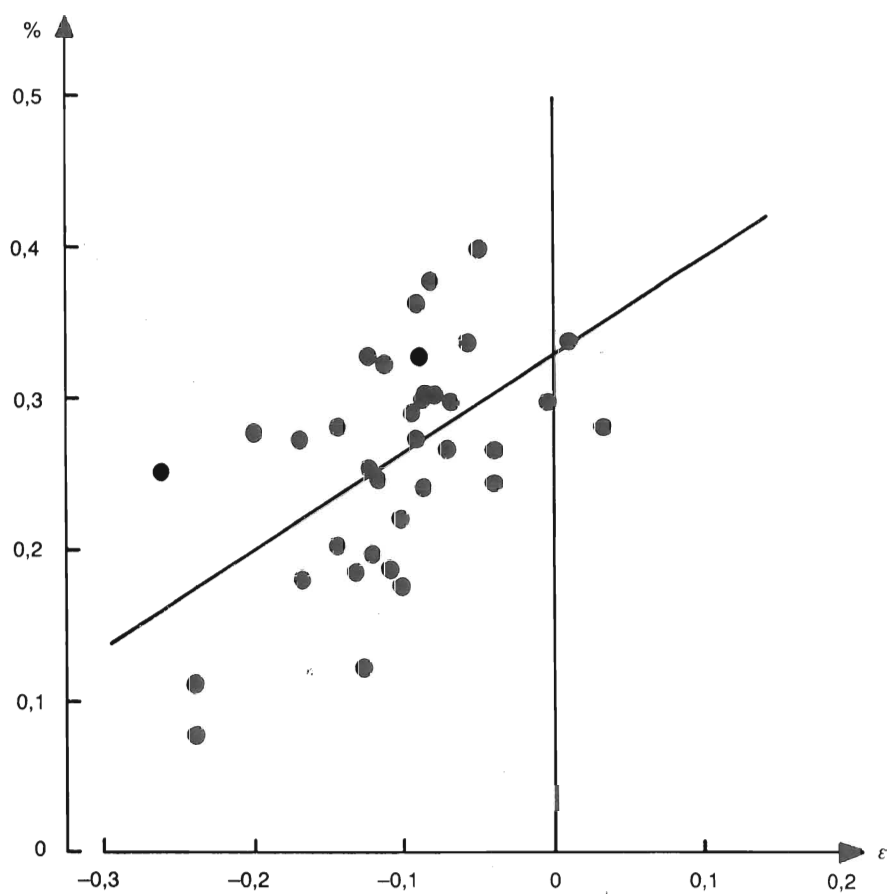
6c. 1976-80



*Anm:* På den vertikala axeln anges utdelningens storlek i procent av substansvärdet i medeltal för en femårsperiod. På den horisontella axeln anges företags förräntning av samma substansvärde över industriräntan för samma period, dvs  $\epsilon$ .



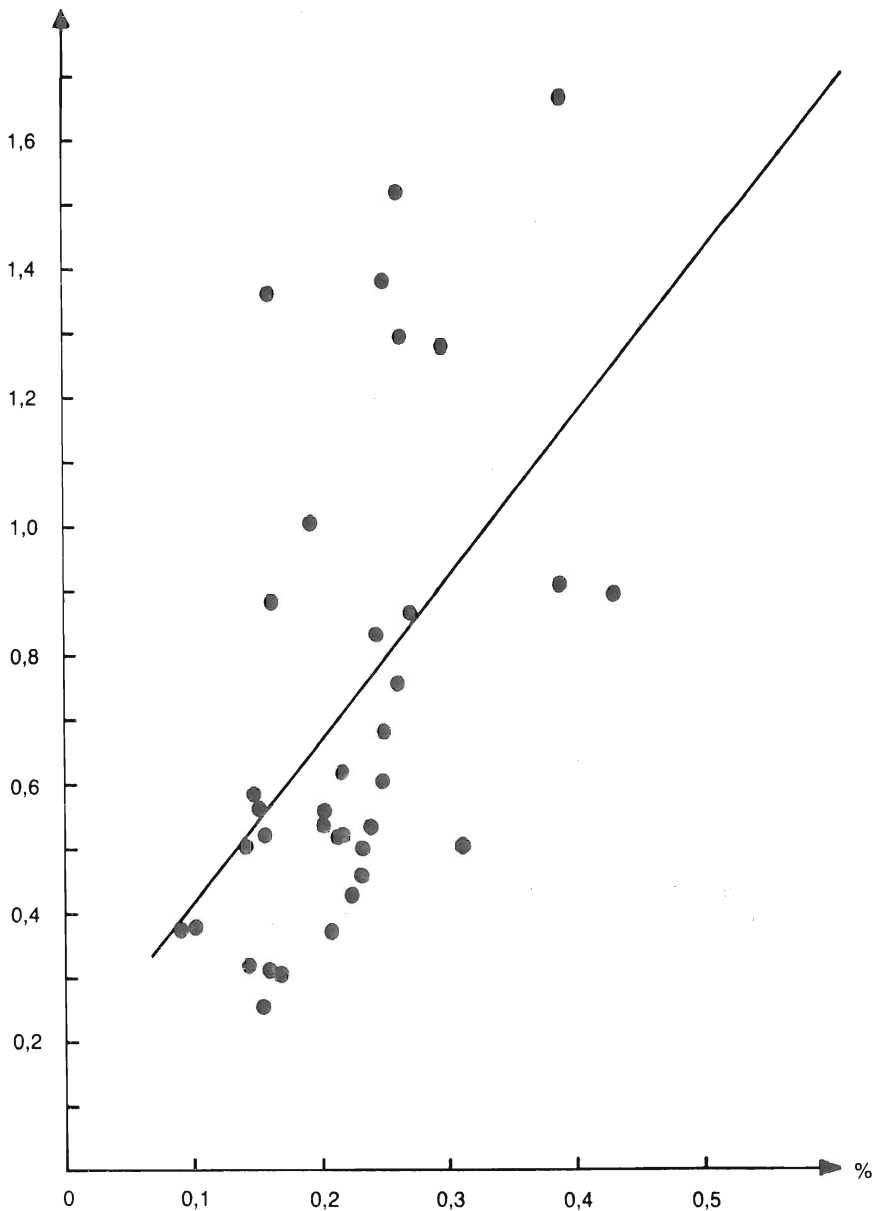
6d. 1981-85



*Anm:* På den vertikala axeln anges utdelningens storlek i procent av substansvärdet i medeltal för en femårsperiod. På den horisontella axeln anges företagets förräntning av samma substansvärde över industriräntan för samma period, dvs  $\epsilon$ .

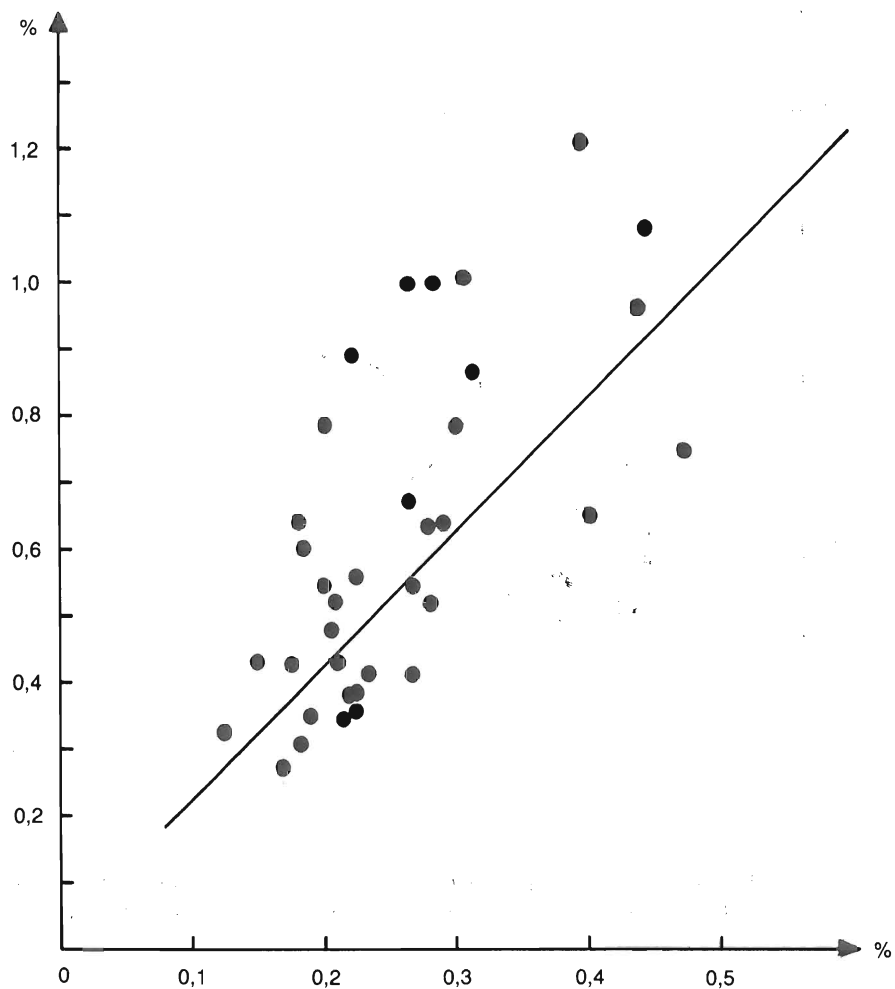
**Figur 7 Utdelningen och marknadens värdering av substansvärdet i 37 stora börsföretag 1966–85**

7a. 1966–70



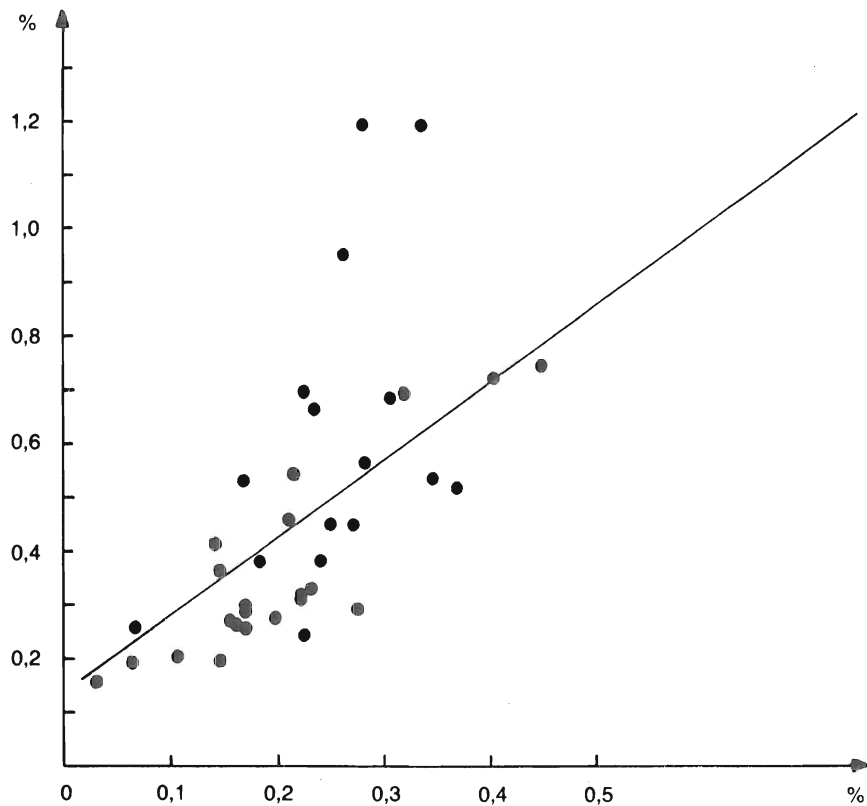
*Anm:* Utdelningen har på den horisontella axeln beräknats i procent av företagets substansvärde. Den vertikala axeln anger marknadsvärdet i procent av samma substansvärde (q-värdet).

7b. 1971-75



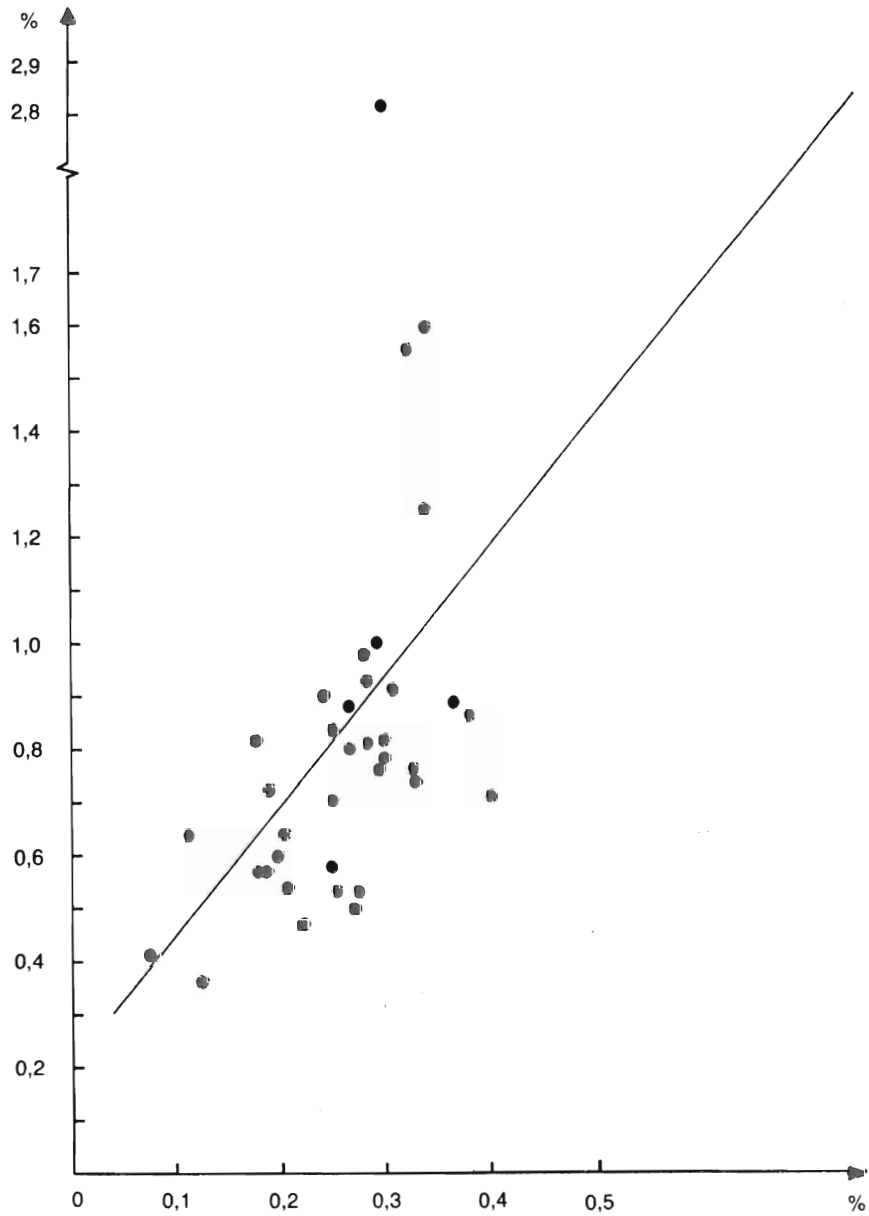
*Anm:* Utdelningen har på den horisontella axeln beräknats i procent av företagets substansvärde. Den vertikala axeln anger marknadsvärdet i procent av samma substansvärde (q-värdet).

7c. 1976-80



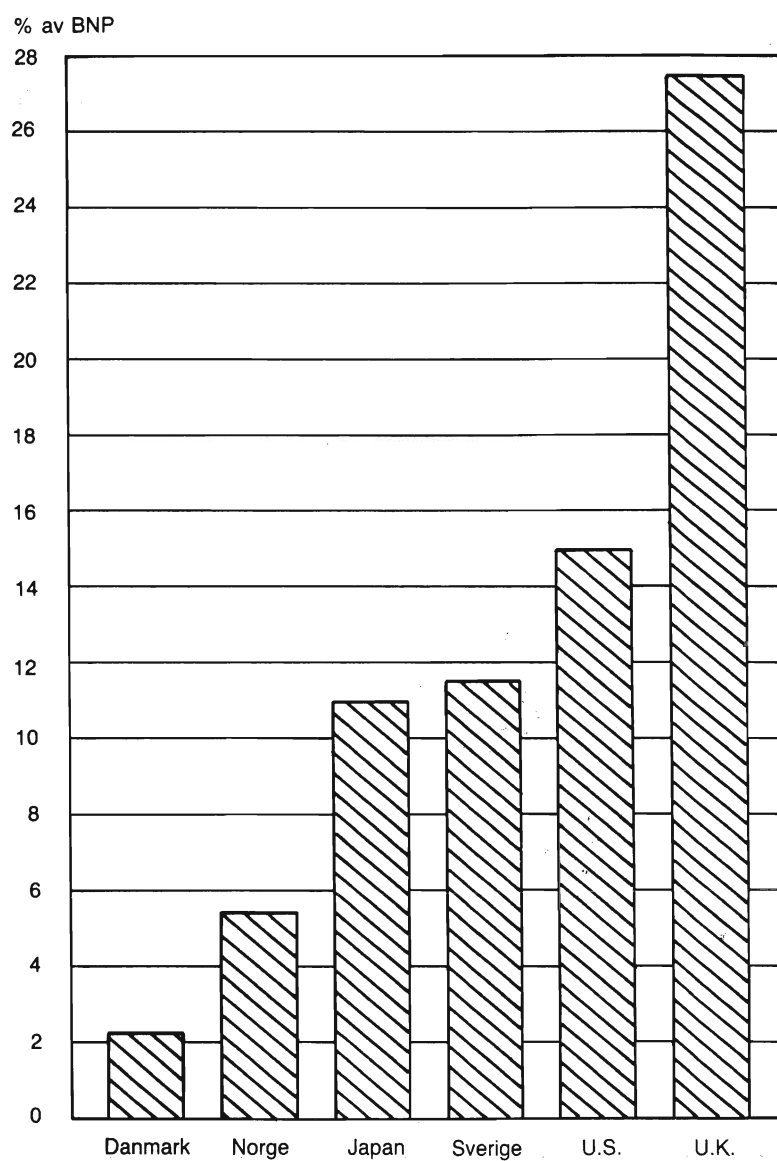
*Anm:* Utdelningen har på den horisontella axeln beräknats i procent av företagets substansvärde. Den vertikala axeln anger marknadsvärdet i procent av samma substansvärde (q-värdet).

7d. 1981-85



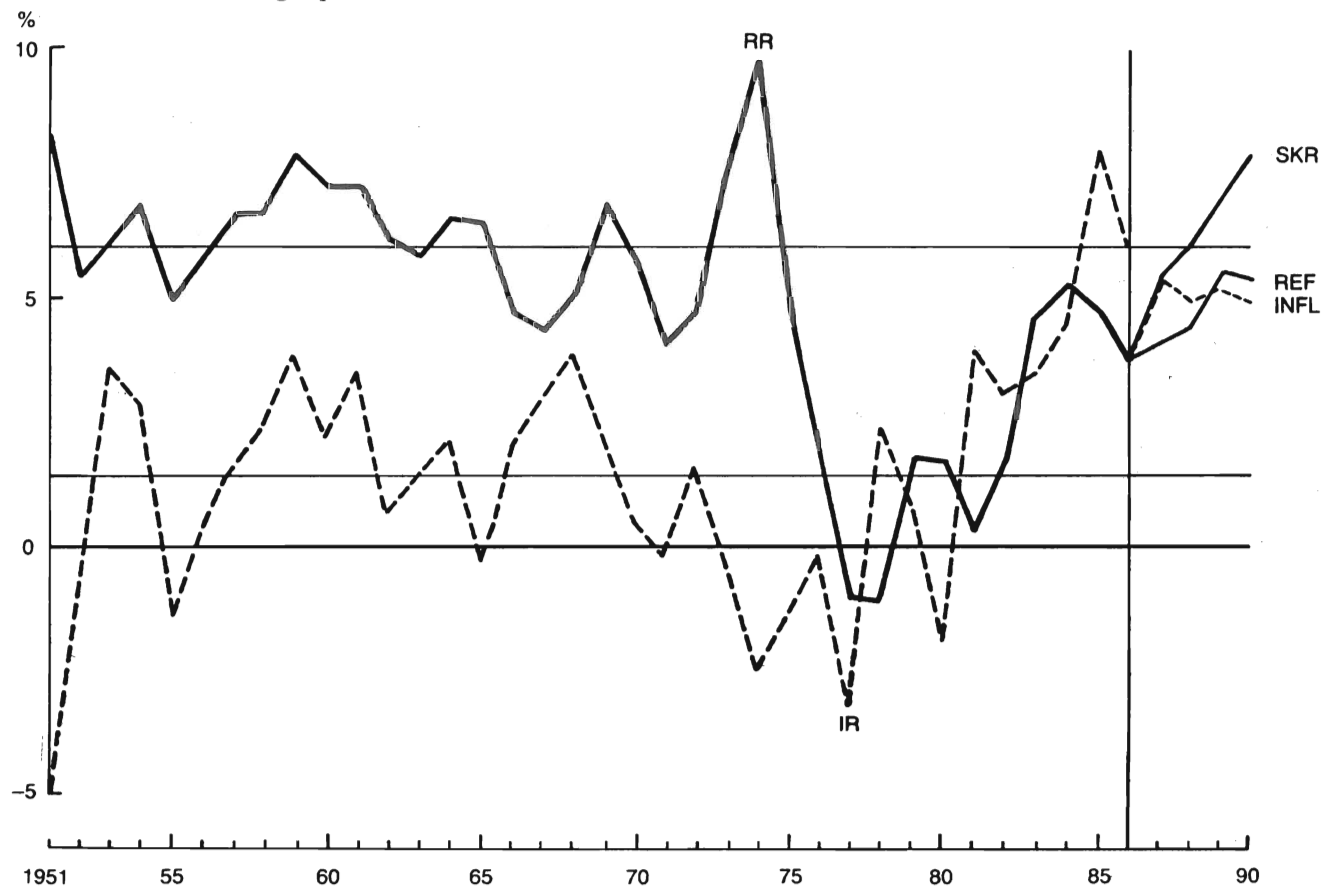
*Anm:* Utdelningen har på den horisontella axeln beräknats i procent av företagets substansvärde. Den vertikala axeln anger marknadsvärdet i procent av samma substansvärde (q-värdet).

**Figur 8 Börsförlusternas (brutto)andel av 1987 (okt/nov) års BNP i olika länder  
Procent**



*Källa:* Morgan Stanley Capital International.

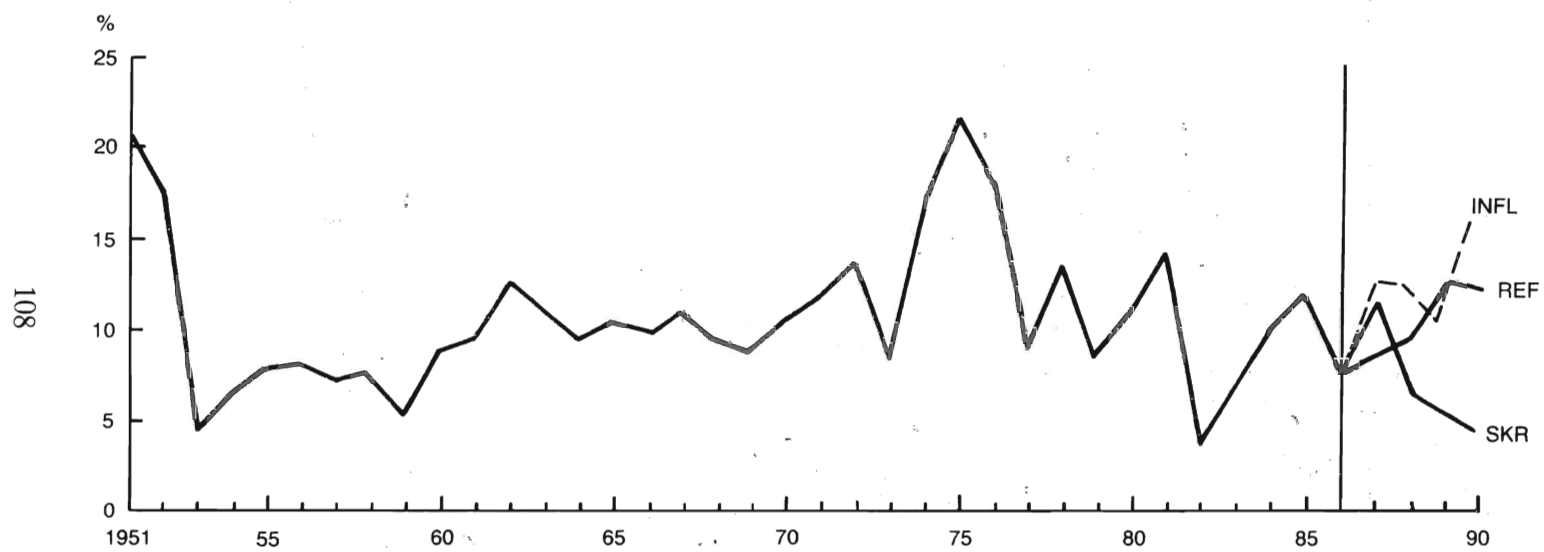
Figur 9a Framskrivning av industrins kapitalförrentning under olika antaganden om lönebildningen på arbetsmarknaden 1951-90



107

Källa: Se figur 3.

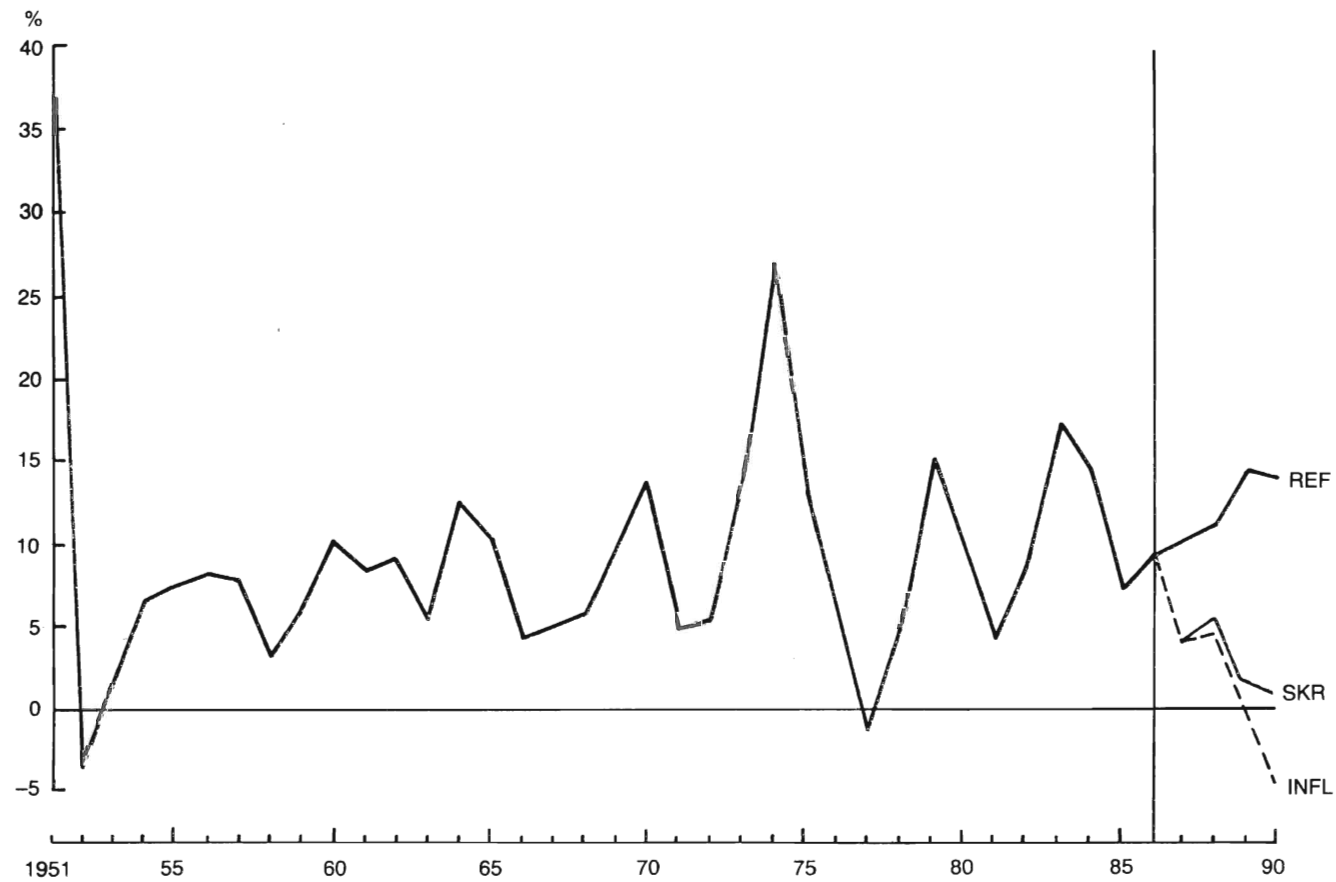
Figur 9b Nominella löneökningar i industrin 1951-90



Källa: Eliasson - Hanson - Hartler - Oxelheim (1988).



Figur 9c Produktionstillväxt i industrin 1951-90



Källa: Eliasson - Hanson - Hartler - Oxelheim (1988).