

Kapitel II

Kapital och kunskap som styrande faktorer i marknadsekonomin

Detta kapitel handlar om kapitalet i bred bemärkelse. Vi diskuterar i avsnitt 1 hur den industriella kompetensen bestämmer förräntningsförmågan samt hur marknaderna för kapitalresurser sätter förräntningskraven. Den arbetshypotes vi presenterar är att hur kompetens och krav på förräntning möts på marknaden är avgörande för den industriella utvecklingen. Den marknad där detta närmande i första hand borde äga rum är aktiemarknaden.

Avsnitt 2 går utförligt igenom hur förräntningskraven sätts för att företagen skall få tillgång till inhemskt och utländskt sparande. Här analyseras vad finansiella obalanser och ökad ekonomisk osäkerhet (budgetunderskott, bytesbalansunderskott, inflation, växelkurser) betyder i sammanhanget.

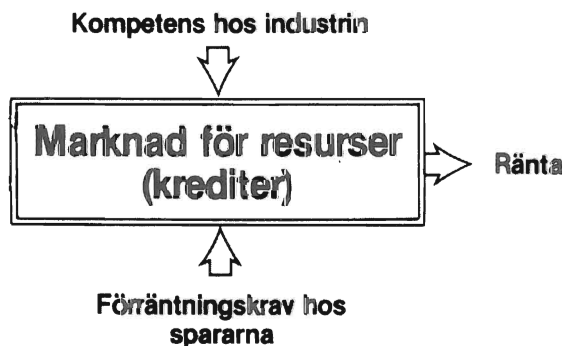
Avsnitt 3 diskuterar begreppet industriellt kunnande. Kopplingen mellan kapital och kunskap betonas, liksom förmågan att förnya företagen inifrån. Därvid kommer vi på ett naturligt sätt in på ägarnas roll och aktiemarknaden.

I avsnitt 4 diskuteras den marknad där förräntningskrav och kompetensen att förränta kapitalet möts, dvs värderingen av företag på i första hand aktiemarknaden. Vi möter där för första gången det problem som blivit ett tema i denna skrift, nämligen den principiella svårigheten att hålla isär marknaden som sådan och marknadens agenter. Detta problem blir ytterligare markerat i avsnitt 5 som ägnas frågan hur kapitalet i det moderna företaget egentligen ser ut. Avsnittet leder på ett naturligt sätt över till kapitel III, i vilket kunskapskapitalet studeras.

Dessförinnan diskuterar vi kort i avsnitt 6 hur prisbildningen och allokeringen på marknaderna för finansiella resurser kan påverkas av ekonomisk politik. En central fråga blir vilken roll olika monoinstitutioner i kreditförmedlingen spelar, och särskilt den mest dominanta av alla, den centrala statsmakten.

Figur II:1 illustrerar strukturen hos detta kapitel. Den visar hur förrentningskraven hos spararna (avsnitt 2) möter användarnas kompetens (avsnitt 3) på marknaden för krediter, särskilt riskkapital (avsnitt 4) och som en konsekvens ger räntan.

Figur II:1 Principskiss över det finansiella systemet



1 **Arbetshypotes om kapitalet för politiska beslutsfattare**

Varje bedömning av den ekonomiska utvecklingen på sikt måste bygga på en uppfattning om vad som utgör drivkrafterna i den totala ekonomins tillväxtprocess. Det synsätt som genomsyrar denna långtidsbedömning och som introduceras i detta kapitel, är att detta väsentligen handlar om hur kapitalresurserna fördelas i näringslivet. Med kapital menar vi inte enbart maskiner och anläggningar utan även - och kanske i första hand - det mänskliga kapitalet i vid bemärkelse. Det är ju det mänskliga kapitalet som avgör den industriella kompetensen och som ger maskinerna deras produktivitet och värde.

Analysen följer de statliga långtidsutredningarnas tradition, nämligen att det är industrins export, samt produktiviteten i industriföretagen som är "ekonomins motor". För att överhuvudtaget kunna göra kvantifierade projektioner måste man utgå från en viss kalkylstruktur. Liksom flera statliga långtidsutredningar observerar vi att "motorn" blivit "för liten" för att klara ekonomins balansproblem. Vår slutsats blir dock inte att tillverkningsindustrin nödvändigtvis är för liten, utan att den marknadsstyrda delen av hela ekonomin blivit för liten.

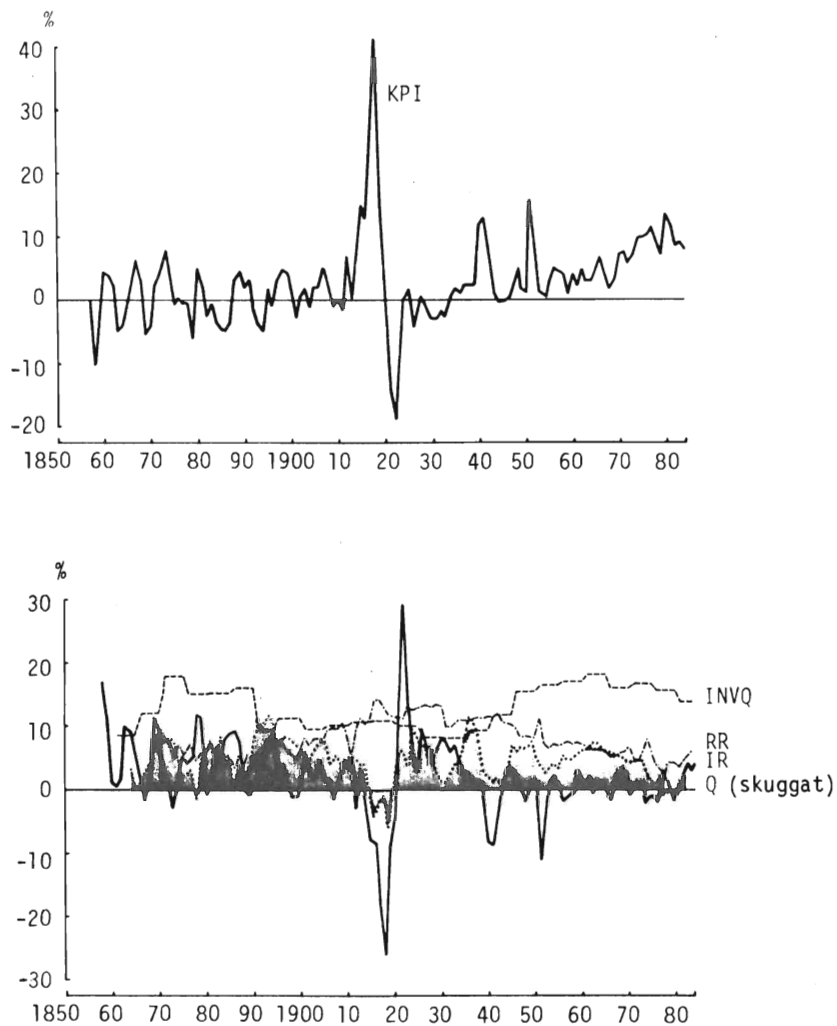
I det medellånga perspektiv som resten av 80-talet innebär kan det vara en acceptabel metod att låta makroantaganden om industrin få en teknisk karaktär. På mikroplanet handlar det dock om resursernas fördelning, dvs om ekonomi. Den svenska exporten - och därmed vår ekonomi - drivs framåt av ett litet antal storföretag som helt dominerar vår utrikeshandel på medellång sikt (se De svenska storföretagen, IUI, Stockholm 1985). I ett längre perspektiv, bortom 1990, är det dock farligt både att utgå från föreställningen att tillverkningsindustrin enbart är ekonomins motor och att ett visst antal namngivna företag avgör det ekonomiska framåtskridandet. Det är lika vanskligt som att utgå ifrån att de principer som i dag styr den ekonomiska politiken kommer att vara vägledande på 90-talet. Möjligheten av en annorlunda institutionell organisation av ekonomin tas dock inte upp till sär-

skild behandling här utan i kapitel VII, där tidshorisonten anges som "bortom 1990".

Produktiviteten på makroplanet beror i allt väsentligt på effektiviteten i kapitalmarknadens fördelning av resurser inom och mellan företagen, samt på samhällets förmåga att se till att sparandet får en långsiktigt effektiv användning. Det handlar om sambanden mellan de fem storheterna räntan, kapitalförräntningen, investeringarna, produktionstillväxten och inflationen. Figur II:2 visar den historiska utvecklingen hos dessa variabler. Vår diskussion handlar alltså om kompetensen att förränta kapitalet bättre än vad sparrarna kräver för att ställa resurser till förfogande genom att investera så att en tillfredsställande produktionstillväxt uppnås. Sambanden mellan dessa storheter kan enbart förstås i en dynamisk mikro-makro analys, över ett långt perspektiv (som i diagrammet). Vi anser mikroutgångspunkten och det långa perspektivet väsentliga som en introduktion till varje kalkyl och/eller framskrivning. Utan detta mikroperspektiv är det omöjligt att förstå varför kunskapskapitalet i företagen är en nödvändig, men inte tillräcklig, förutsättning för ekonomisk tillväxt. Kapitalmarknadens förmåga att effektivt fördela resurserna beror av kunskapskapitalet hos marknadens institutioner. Dessa tas nästan alltid som givna i ekonomisk analys. Till kapitalmarknadens institutioner hör också industriföretagen.

I bjärt kontrast till detta synsätt står de statliga långtidsutredningarnas kapitalanalys. Denna har traditionellt styrts av produktionsfunktioner för de olika sektorerna, där kapitalet har haft föreskrivna effektivitetsvärden. Det ekonomisk-politiska problemet har varit att öka insatsen av kapital genom att öka sparandet i samhället, samt att på ekonomisk-politisk väg göra sparandet tillgängligt för industrin och för andra sektorer. Först i 1980 års långtidsutredning togs frågan om företagens lönsamhet explicit med i beräkningarna som något som faktiskt påverkar kapitalbildningen.

Figur II:2 Industrin i ett 100-årsperspektiv



Inflationen (Konsumentprisindex **KPI**), investeringskvot i industrin (**INVQ**), real avkastning på totalt arbetande kapital (**RR**), med konsumentprisindex deflaterad låneränta (**IR**) samt produktionens förändring, 5 års glidande medelvärde (**Q**)

Anm: Investeringskvoten definieras som kvoten mellan investeringsvärdet och förädlingsvärdet.

Källa: Uppdaterat och kompletterat diagram 2B, s 80 i Dahmén-Eliasson (red) Industriell utveckling i Sverige. Teori och verklighet under ett sekel, IUI, Stockholm 1980.

Tar man ingen hänsyn till investeringarnas lönsamhet spelar det heller ingen roll för produktionsresultatet var och hur sparandet uppstår och var investeringarna görs. Så såg modellen ut. För den ekonomiska politiken gällde det därmed att åstadkomma tillräckligt med sparande. Sedan skötte tillväxten sig själv. Politiska beslut motiverade med denna typ av analys kan sägas ha varit AP-fonderna, Investeringsbanken och nu senast löntagarfonderna.

Kapitalresursernas effektiva användning och förräntning styr således för det första ekonomin. Det som styr kapitalresurserna är förräntningskrav och förräntningsförmåga (se avsnitt 2). Vi kan observera ett antal faktorer som via de internationella kreditmekanismerna påverkar den svenska räntesättningen och förräntningskraven i svensk industri. Här ingår bl a den ökade kommersiella osäkerheten i världsekonomin samt den väldiga likvidiseringen av det internationella kreditsystemet som följt i spåren av 70-talets kriser. Kvoten mellan utestående balanser och löpande transaktioner i världshandeln har sedan mitten av 60-talet mer än tredubbats (se figur II:9). Detta indikerar en sänkning av effektiviteten i världshandelns finansiering (det går åt mer pengar för varje varutransaktion) på det sätt som alltid inträffar när osäkerheten ökar. Innebörden av denna ökade finansiella osäkerhet är att placerarna håller sina investeringar likvida för mycket snabba anpassningar och att deras beslut att ändra sina portföljers sammansättning avgör och ökar både räntornas och växelkursernas kortsiktiga rörelser.

En annan faktor som varit ofta nämnd men aldrig integrerad i produktionsanalysen är kunskap. På denna punkt skiljer sig efterkrigstidens svenska långtidsutredningar i empirisk relevans ofördelaktigt från "Sveriges första Långtidsutredning" (Westerman 1768), i vilken kunskapen angavs som den förnämsta bäraren av kapitalens och arbetets produktivitet.

Även Marshall (1919) underströk betydelsen av industriellt kunnande som den tredje produktionsfaktorn. Vi gör, för det andra, det industriella kunnandet (för en definition se avsnitt 3) till en be-

tydelsefull produktionsfaktor som driver den långsiktiga ekonomiska utvecklingen. Detta kunnande handlar om förmågan att kombinera teknisk kommersiell kompetens och finansiellt risktagande, något som sätter "ägarfunktionen" i centrum av analysen.

Kapitalmarknadens roll är inte bara att fördela resurserna till rätt användning. Lika viktigt är att resurser förvägras kommersiellt omöjliga verksamheter. En speciell aspekt på detta är utsorteringsmekanismerna ("exit"-funktionen) i ekonomin och hur krisindustrier hanteras i en välfärdsstat som den svenska.

Den industriella basen har successivt förskjutits från en industri baserad på kostnadseffektiv tillverkning i traditionell bemärkelse mot en industri baserad på unika och ofta tekniskt avancerade produkter. För de nya företagen spelar mjuka investeringar i forskning och utveckling samt marknadsföring, kort sagt kunskapsuppbyggnad, en dominerande roll. I och med att kunnande och finansiering sammanförs i en person eller inom en organisation får finansieringsproblemet och kapitalmarknaden helt nya dimensioner jämfört med den traditionella ekonomiska diskussionen. I de flesta avseenden är detta en fördel i så måtto att vi i analysen tvingas acceptera det förhållandet att inga klara gränser går mellan å ena sidan marknader och institutioner, och å andra sidan företaget. Användningen av internt sparande (vinsten) i företagen för egna investeringar blir i lika hög grad som finansiering via nyemissioner ett utslag av ägarfunktionens utövande. Vad detta betyder, exempelvis för förräntningskraven, återkommer vi till (avsnitt 5).

De framgångsrika företagen kan betraktas som "kunskapsbanker", i vilka teknisk utveckling består av att kombinera resurser inom ramen för de kunskapsbaser som företagen besitter. Det förefaller som om den kompetens som avgör företagets framgång gradvis håller på att förskjutas uppåt, från yrkesskickligheten på verkstadsgolvet via de högutbildade tjänstemännen till de strukturförändrande beslut som styrs via kapitalmarknaden. Denna utveckling förstärker så långt vi kan se både utbildningens och ägarfunktionens betydelse.

Eftersom kapitalmarknadens prisbildningsmekanismer styr kapitalresurserna är det viktigt att få ett grepp om hur dessa mekanismer fungerar. Hur värderas företagens totala kapital på aktiemarknaden? Vad betyder skatter och inflation för den information om företags skötsel och värde som aktiemarknadens kurser har som primär uppgift att förmedla, och vad betyder felsignalering på aktiemarknaden i sin tur för strukturomvandlingen (se avsnitt 6)?

Ett samlat resultat från analysen i detta kapitel är att skatter och inflation genom att påverka investeringarnas allokering haft en klart negativ inverkan på den ekonomiska tillväxten. Medan innovativt startande av nya företag - och av nya verksamheter inom stora företag - verkar ha varit ett vitalt inslag i det svenska näringslivet under hela 70-talet (se Jagréns specialstudie) så har nedläggningsfunktionen å andra sidan fungerat utomordentligt illa. Den senare har medvetet hämmats av subventioner (se Örtengrens specialstudie). En livlig etablering, förnyelse och exitverksamhet kan visas ha en avgörande betydelse för att en differentierad och kommersiellt vital industristruktur skall kunna fortlöpa bibehållas och därmed också för stabiliteten i den långsiktiga makroekonomiska tillväxten. Att strukturförändringen fortlöpa bibehålls måste därför vara varje industripolitiks centrala uppgift (se vidare kapitel VII).

2 Hur sätts förräntningskraven i Sverige?

2.1 Industrin och kapitalmarknadens resurser - efterkrigstiden

Enligt ett traditionellt synsätt var kapitalmarknadens huvudsakliga uppgift att överföra sparande, särskilt från hushållen till näringslivet, för att möjliggöra en snabb kapitalbildning i sektorer som man av olika skäl önskade se större. Sektor- eller branschplanering var ord som låg nära till hands för att beskriva kapitalmarknadspolitiken under 60-talet och en god bit in på 70-talet. Investeringarnas fördelning på företag och objekt nämndes knappast i den tidens ekonomisk-politiska debatt. Argumentet var att ju

lägre ränta, desto mer investeringar och desto större produktions-tillväxt. Politiken illustreras av att AP-fondernas ambitioner att få en god real förräntning på sina reserver kom i direkt konflikt med statsmaktens ambitioner att ta del av samma resurser till så låg ränta som möjligt, i första hand för egen räkning och för bostadsbyggandet. Industrins tillgång till samma billiga kapitalutbud (pensionsfonderna) reglerades av Riksbanken.

70-talet har lärt oss att om man glömmer kapitalets förräntning och förändrade mikroekonomiska strukturer i analysen har man samtidigt glömt att investeringarna har en kvalitetsdimension. Blundar man för det faktum att förväntningar om räntabilitet styr investeringarna i företagen kan man naturligtvis inte visa att lägre investeringar och minskad sysselsättning i industrin kan höja produktionen, därför att en högre ränta sorterat investeringarna bättre efter lönsamhet. 70-talet erbjuder exempel på sådana paradoxala resultat, t ex i Danmark och USA (se Economic Growth in a Nordic Perspective, IUI m fl, 1984, chapter I). Om vi tittar på figur II:1 finner vi att den "låga räntan" under efterkrigstiden inte alls sammanfaller med en speciellt hög produktionsstillväxt i industrin, däremot med relativt höga investeringar, hög inflation (övre delen av diagrammet) och en sjunkande real avkastning på investerat kapital.

Blickar vi över hela 100-årsperioden i figuren finner vi att en real låneränta som ligger nära, men strax under (i medeltal) industrikapitalets förräntning och en låg inflation verkar ha sammanfallit med den bästa användningen av kapitalresurserna.

Att en låg inflation är avgörande för en långsiktigt effektiv resursanvändning och därför bör vara ett prioriterat ekonomisk-politiskt mål var en av huvudslutsatserna i IUIs senaste långtidsbedömning (LB79, se Att välja 80-tal, IUI, Stockholm 1979). Hög real ränta behöver därför inte nödvändigtvis medföra "för låga" investeringar i industrin och framför allt inte en sänkning av produktionsstillväxten. Däremot kan höga vinster och/eller låg real ränta stimulera till slarvigt investeringsval som låser fast arbets-

kraften vid ett lågförräntande kapital, något som oljekrisens första år illustrerade. Denna inlåsnings effekt förstärks om vinsterna beskattas då de lämnar företaget. De höga vinsterna och de höga investeringarna i basindustrierna 1974-76 innebar att dessa industrier gick in i krisen 1977 med moderna anläggningar i kommersiellt redan obsoleta verksamheter. Jättelika subventioner har hållit många av dessa fabriker vid liv sedan dess och det är troligen först någon gång på 90-talet vi kommer att ha frigjort oss från konsekvenserna av dessa felinvesteringar.

Figurerna II:3 visar på den instabilitet i industristrukturen som utvecklade sig under 70-talet. Under 60-talet fördelade sig förräntningen ganska normalt över kapitalbeståndet. Det var hela tiden en viss rörelse över tiden i företagets relativa förräntning. Sambandet mellan förräntningen av kapitalet i en historisk period och idag minskade stadigt allteftersom tiden gick (se figurerna II:4).

I medeltal fanns en tillräcklig marginal mellan kapitalets förräntning och låneräntan och en betryggande stor andel av industrikapitalet uppvisade stora, positiva marginaler.

Men medelförräntningen var på nedåtgående och den låga låneräntan berodde på att kreditmarknadspolitiken fortfarande var inriktad på att hålla räntan låg. Detta var i viss mån möjligt därför att svensk ekonomi fortfarande var finansiellt isolerad från omvärlden.

2.2 Att investera sig fast i krisen

Gradvis kollapsade räntabiliteten i kapitalfördelningens mittskikt, där framför allt den kapitaltunga basindustrin och den enklare, på kostnadseffektiv tillverkning baserade verkstadsindustrin låg. En farlig tredelning av industrin uppstod i form av en liten grupp högförräntande företag, en bred grupp (platån i figurerna II:3A) medelförräntande företag och en normal svans lågförräntande företag. I början av oljekrisen upplevde "medelgruppen" en tillfällig

nominell vinstboom och ökade kraftigt sina investeringar på grund av dels felaktiga prognoser, dels en låg real ränta och det faktum att bolagsskatten låser in vinsterna i det egna företaget. Kort därefter sjönk förräntningen i denna breda grupp katastrofalt, samtidigt som de reala låneräntorna började stiga. Vi hade investerat oss fast i krisen. Betydande delar av vår yrkesskickliga arbetskraft låstes som en konsekvens i sin tur fast i moderna tillverkningsanläggningar i förlustindustrier. Låneräntan steg under några år över den tröskel kapitalförräntningen sätter och gjorde det klart ointressant för större delen av svensk industri att investera i en ökad tillverkningskapacitet. Finansiella investeringar gav högre förräntning. Vi fick då - detta var 1982/83 - en politisk-ekonomisk diskussion om behovet av att investera oss ur den kris som vi just hade investerat oss fast i.

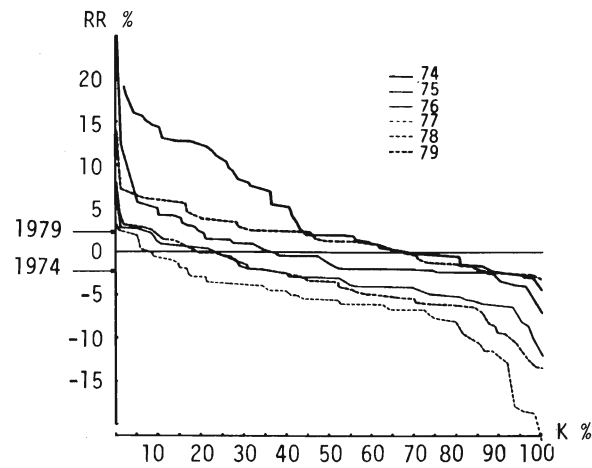
Det intressanta som inträffade parallellt med denna strukturella förstelning i vissa företag är att stora delar av svensk verkstadsindustri, och i första hand de redan tekniktunga och etablerade storföretagen, lyckades försvara sin lönsamhet (se De svenska storföretagen, op.cit., 1985). Med betydande satsningar på "mjukt kunskapskapital" under senare år, lyckades de förändra sin kapital- och sysselsättningsstruktur så att konkurrenskraften på världsmarknaden kunde bibehållas eller till och med förstärkas. Att sedan den stora devalveringen 1982 knappast förmådde lyfta upp den reala lönsamheten för hela industrin 1983 och 1984 till den nivå som var normal på 50- och 60-talen (se figur II:6B) beror på att aggregatet tyngs ned av de kvarvarande krisindustrierna (se Örtengrens specialstudie). Vi återkommer till detta under avsnitten 3 och 4.

2.3 Vem är spararen och varför tar han inte ordentligt betalt för sina tjänster?

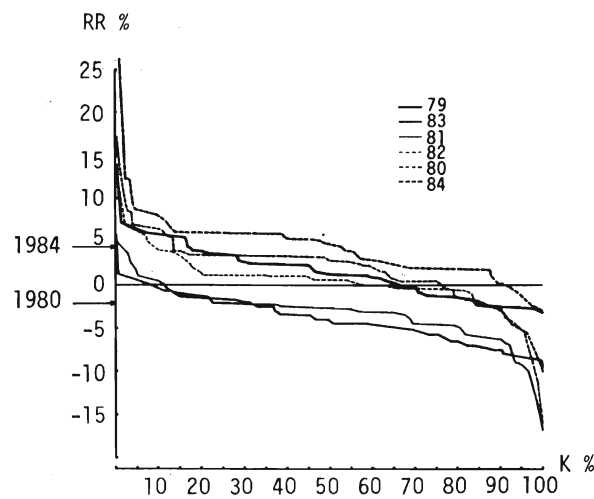
Figur II:1 kan ses som en teoretisk introduktion till en diskussion om räntans grunder. Å ena sidan har vi spararna (långivarna) i ekonomin som avstår från att omedelbart konsumera sina resurser

Figur II:3A Förräntningens fördelning över kapitalet
- ett mikroperspektiv

A. Åren 1974-79



B. Åren 1979-84



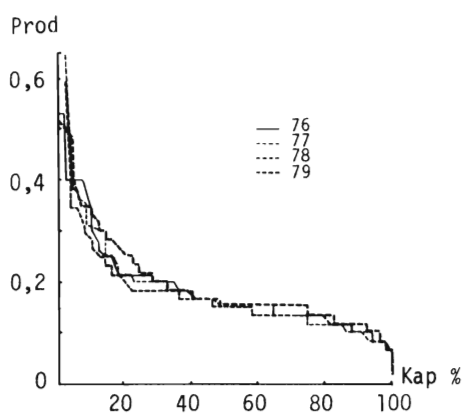
Anm: RR uttrycker real räntabilitet på totalt kapital K för de 50 viktigaste börsföretagen. Pilarna markerar högsta och lägsta industriobligationsränta under respektive tidsperiod.

Källa: Bearbetning från MOSES databas/FINDATA.

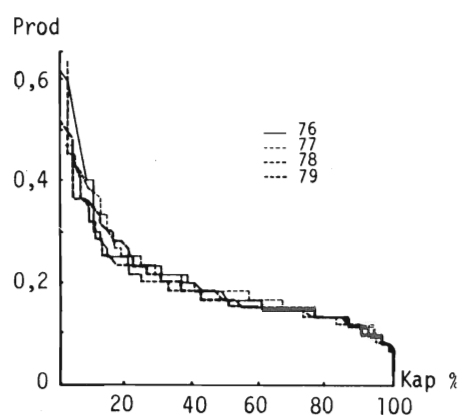
Figur II:3B Arbetsproduktiviteten (PROD) på sysselsatt respektive installerad produktionskapacitet fördelad över produktionskapaciteten (Kap) i svensk industri

A. Åren 1976-79

Sysselsatt kapacitet

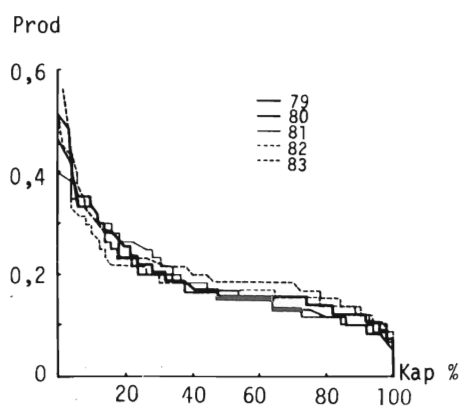


Installerad kapacitet

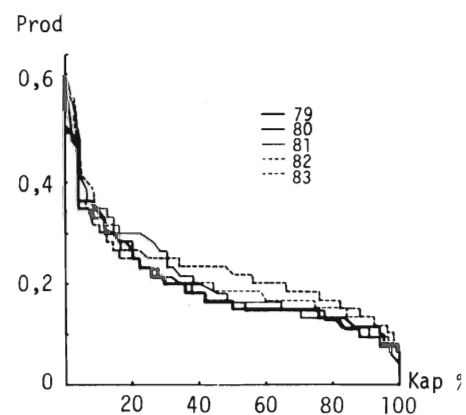


B. Åren 1979-83

Sysselsatt kapacitet



Installerad kapacitet

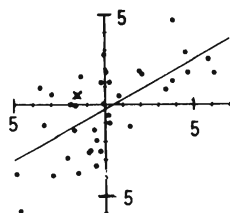


Anm: Sysselsatt och installerad kapacitet mäts med potentiell och faktisk produktion. Potentiell produktion skattas från planenkätens data, som i Mikro-Makro-modellen. Se Eliasson (1978, s 63 ff) och Albrecht (1978).

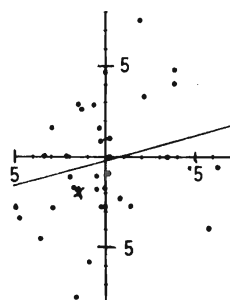
Prod = faktisk resp potentiell produktion i miljoner kronor, 1976 års priser, per anställd.

Figur II:4 Förräntning i dag och förräntning i morgon - vinsternas stabilitet

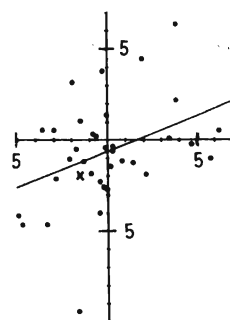
A. Åren 1967/70 jämförda med åren 1970/74



B. Åren 1967/70 jämförda med åren 1975/79



C. Åren 1967/70 jämförda med åren 1980/84



Anm: Punktsvärmarna avser avvikelserna mellan det enskilda företagets kapitalförräntning och motsvarande medeltal i procentenheter för samtliga företag åren 1967/70, 1970/74, 1975/79 samt 1980/84.

(x) markerar nio basindustriföretag.

Regressionslinjen har ett lågt förklaringsvärde (R^2) som sakta sjunker med tidsavståndet.

Källa: MOSES databas/FINDATA.

om de kan få en förväntad, acceptabel förräntning under mellan-tiden. Vad som är acceptabelt bestäms av individens avvägning mellan konsumtion i dag och konsumtion i morgon. Om kapital-avkastningen beskattas hårt höjs därför förräntningskraven i motsvarande mån. Å andra sidan har vi investeraren (låntagaren) som skall förränta resurserna. Hur bra han lyckas härmed bestäms i ett företag av vad vi sammanfattande kallar det industriella kunnandet. Detta skall vi senare försöka ge ett empiriskt begripligt innehåll.

Men vem är spararen? I den moderna välfärdsekonomin har användarna och spararna vitt skilda preferenser och skattesituationer och framför allt olika tidsperspektiv. Men i många fall, som t ex i företag och hushåll, sammanfaller sparare och investerare. En kartläggning av sparandets och investeringarnas fördelning i Sverige samt en analys av den beskattning bolagskapitalet utsätts för återfinns i Lindberg-Södersten (1983) samt i King-Fullerton (1984).

Spararen har traditionellt tänkts vara en privatperson som under en viss del av sin livscykel avstått från konsumtion. Det är fortfarande i betydande mån så, men de enskilda spararnas förmåga och villighet att spara begränsas av skatter, särskilt höga marginalskatter, som träffar just de viktigaste privata spararna (höginkomsttagarna). Med hjälp av skattesystemet gjordes privat sparande först om till kollektivt offentligt sparande, men sedan mitten av 70-talet i ökande grad till offentlig konsumtion (se tabell II:1). Efterkrigstidens privata sparare har förlorat stora realvärden om han inte lyckats göra lämpliga skattebefriande arrangemang eller investerat i realsäkra tillgångar. Denna utveckling har ökat de övriga spararnas relativa betydelse, nämligen den offentliga sektorn, företagen, olika institutioner, de mycket rika och utlandet. Tabell II:1 sammanfattar i nationalräkenskapstermer sparandets källor och användning i vår ekonomi.

Den offentliga sektorn var tidigare under långa tider en nettosparare. Uppbyggnaden av ett socialförsäkringssystem (AP-fonderna) ökade den offentliga sektorns relativa betydelse som sparkälla

Tabell II:1 Den svenska spar- och investeringsbalansen 1950-83 enligt NR

Procent av BNP

A. Bruttosparande (Gross saving)

	1950- 1954	1955- 1959	1960- 1964	1965- 1969	1970- 1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
1. Stat och socialförsäkring (Central Government and social insurance)	1,2	2,1	5,0	6,2	6,1	5,0	6,8	3,6	0,0	-2,2	-2,7	-4,0	-5,6	-4,1
2. Kommuner (Local Government)	2,4	2,8	3,0	4,3	3,5	2,0	1,9	2,6	4,1	3,5	3,1	3,2	3,1	2,8
3. Hushåll (Households)	7,4	7,1	6,9	5,8	4,6	5,0	3,8	4,9	5,2	4,3	5,5	4,9	3,2	3,0
4. Icke-finansiella företag (Non-financial firms)	9,7	9,1	8,8	6,8	7,5	9,3	6,2	3,5	4,2	7,8	7,6	6,8	8,9	10,1
5. Finansiella företag (Financial firms)	1,0	0,8	1,1	1,6	2,1	2,4	2,8	3,3	4,1	4,3	4,1	4,8	4,7	4,3
Summa inhemska sektorer	21,7	21,9	24,8	24,7	23,8	23,7	21,5	17,9	17,6	17,7	17,6	15,7	14,3	16,1
Utlandet (Borrowing abroad)	-0,8	0,2	-0,2	0,5	-0,7	0,5	2,1	2,6	0,0	2,2	3,6	2,5	3,6	1,0
Totalt	20,9	22,1	24,6	25,2	23,1	24,2	23,6	20,5	17,6	19,9	21,2	18,2	17,9	17,1

B. Bruttoinvesteringar (Gross investment)

	1950- 1954	1955- 1959	1960- 1964	1965- 1969	1970- 1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
1. Stat och socialförsäkring	0,9	1,0	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,2	1,2	1,2	0,9	0,9	0,8
2. Kommuner	2,6	3,2	3,5	4,8	4,3	3,2	3,1	3,5	3,3	3,1	3,2	3,3	3,0	2,9
3. Hushåll	3,7	3,7	4,2	4,5	4,2	4,5	4,7	4,7	4,7	4,8	4,2	3,5	3,1	2,7
4. Icke-finansiella företag	13,6	14,1	15,4	14,3	13,2	15,2	14,5	11,1	8,2	10,6	12,4	10,3	10,7	10,6
därav industri	-	-	-	4,4	4,2	4,7	4,6	3,8	3,0	3,0	3,5	3,2	2,7	2,7
5. Finansiella företag	0,1	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Totalt	20,9	22,1	24,6	25,2	23,1	24,2	23,6	20,5	17,6	19,9	21,2	18,2	17,9	17,1
därav bostäder	5,5	5,7	5,9	6,7	5,1	4,0	3,8	4,0	4,7	4,8	4,7	4,5	4,3	4,0

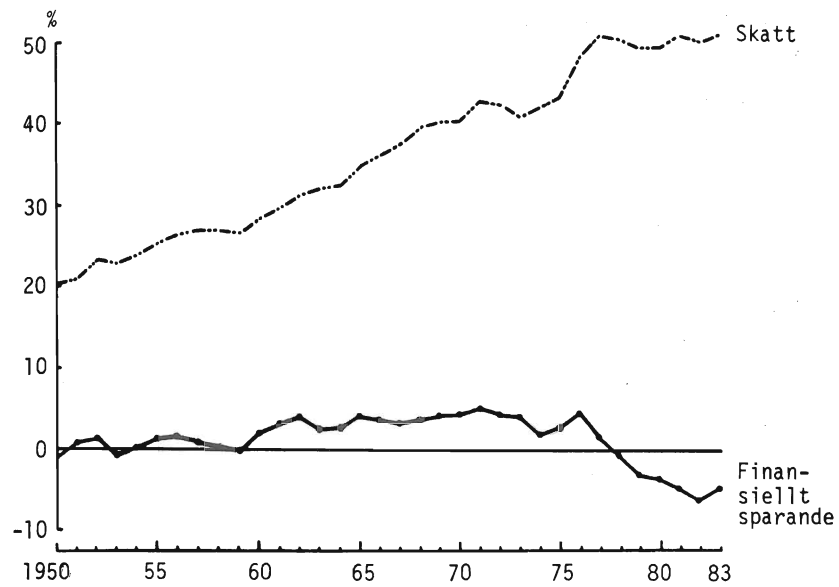
Källa: SCB, Nationalräkenskaperna.

fram till mitten av 70-talet. Under denna tid var den offentliga sektorn villig att låna ut socialförsäkringssystemets sparanderesurser till låg ränta. Man skulle till och med kunna uttrycka saken så att den statliga politiken, genom att skattevägen föra över annars privat sparande till den offentliga sektorn, sänkt förräntningskraven på samhällets resurser. Sedan slutet av 70-talet har dock den offentliga sektorn blivit en flitig och till en början räntekänslig lånekund i socialförsäkringssystemet för att klara den offentliga sektorns svällande lånebehov för konsumtion.¹

Inom det privata näringslivet har den normala, långsiktiga bilden varit att sektorn som helhet betraktad har finansierat större delen av sina investeringar med eget sparande (se figur II:6A). Kreditsystemet, särskilt affärsbankerna, har fungerat som intermediär mellan företag med tillfälliga överskott och företag med tillfälliga underskott. Vi kan konstatera att denna förmedlande funktion stördes av den statliga regleringspolitiken under 60- och 70-talen samt att den fortfarande störs av valutaregleringen. Sannolikt har denna politik påskyndat den pågående institutionella förändringen inom industri- och finanssektorn, i så måtto att de stora företagen internt börjat ta över funktioner som normalt och effektivast sköts av det ordinarie banksystemet. Denna utveckling har även påverkats av det existerande företagsskattesystemet, vilket premierar intern återanvändning av sparandet (se specialstudie VI). Vi tycker oss som en konsekvens härav se en sämre användning av investeringsresurserna i industrin (sjunkande förräntning) och växande företagsorganisationer i bemärkelsen finansiella organisationer.²

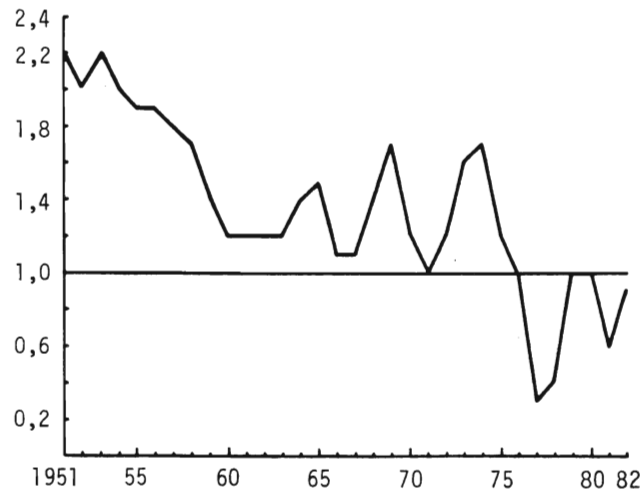
Kapitalförräntningskraven inom företagen sätts både internt genom att högförräntande verksamheter drar resurser från lågförräntande verksamheter, och externt genom att marknadsräntan bestämmer hur mycket hela företaget - sett som en finansiell organisation - kan och är berett att låna. Både inom och mellan företagen finns en stark spridning i uppnådd kapitalförräntning (se figur II:3). Om kreditförmedlingen i ett land fungerar dynamiskt effektivt kommer resurserna långsiktigt att drivas bort från svansen

Figur II:5 Den offentliga sektorns tillväxt och finansiering
- skatteuttag och finansiellt sparande (inkl socialförsäkringssektorn)
Procent av BNP



Källa: SCB, Nationalräkenskaperna.

Figur II:6A Industrins självfinansieringsgrad



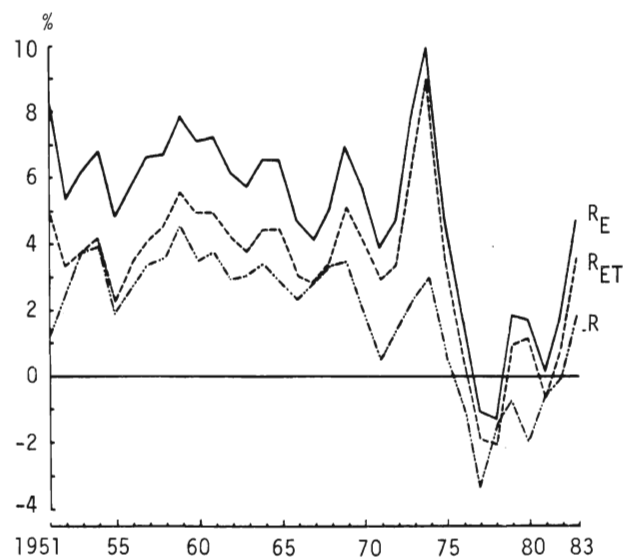
Anm: Självfinansieringsgraden definierad som:

$$\frac{\text{Bruttovinst} + \text{Finansiellt netto} + \text{Extraordinärt netto} - \text{Industristöd}}{\text{Materiella investeringar}}$$

Industristöd definierat som i finansstatistiken (för företag).

Källa: Specialstudie av Johan Örtengren.

Figur 6B Real räntabilitet på totalt kapital (R) samt på eget kapital före (R_E) och efter skatt (R_{ET})



Källa: Specialstudie av Jan Södersten i denna volym.

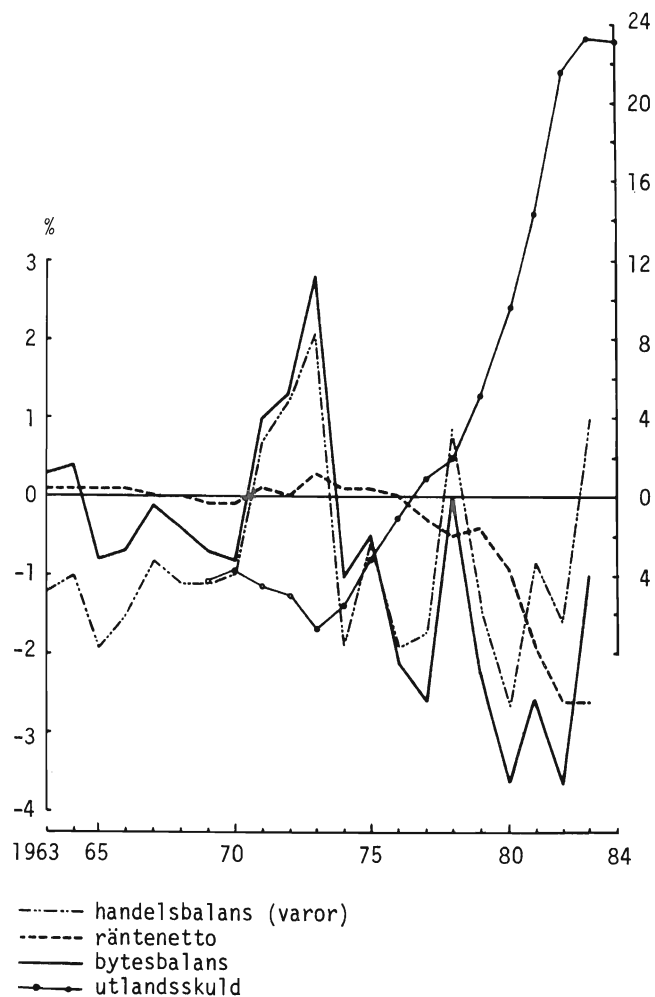
av lågförräntande företag och föras över till de högförräntande verksamheterna. I en ekonomi som är finansiellt integrerad med omvärlden kommer då den internationella räntan eller den internationellt bestämda inhemska räntan, att i grova drag sätta förräntningskraven i ett lands industri. Om landets industri till denna ränta, och det kostnadsläge som i övrigt råder, inte kan uppvisa en tillräckligt stor volym bättre förräntande projekt, har landet ett grundläggande tillväxtproblem, och sparandet söker sig utomlands. Förmodligen har England lidit av detta problem under hela efterkrigstiden. Vi konstaterar här att vi på denna punkt, även före 1982 års devalvering, inte synes ha haft något kompetensproblem i svensk industri, förutsatt att kostnaderna hållits konjunkturellt under kontroll. Bredden och djupet hos den svenska industriella högnivåkompetensen har varit fullt tillräckliga för att klara internationella förräntningskrav (se Economic Growth in a Nordic Perspective, op.cit., 1984, särskilt chapter I). Om vi bortser från de sex största stödmottagarna i den aggregerade statistiken uppvisar kapitalförräntningen i svensk industri endast en relativt normal konjunkturförsvagning, trots kostnadskrisen (se Örtengrens specialstudie).

2.4 Utlandsskulden och räntan

Som framgår av figur II:7 ökade den svenska ekonomins externa skuldsättningsgrad kraftigt från och med mitten av 70-talet. Ultimo 1968 hade Sverige en nettofordran på omvärlden uppgående till ca 8 % av BNP. 1980 var motsvarande ställning en nettoskuld på 10 %. Ultimo 1984 (efter raden av devalveringar) uppgick den externa skuldsättningskvoten till 23 procentenheter. Denna ökade skuldsättning har hela tiden varit föremål för en oroad ekonomisk-politisk debatt.

En speciell aspekt på oron har varit de ekonomisk-politiska bindningar som ansetts följa på en för snabbt växande internationell skuldsättning. Penningpolitiken skulle handlingsförlamas. Riksbanken skulle förlora kontrollen över den inhemska räntan, IMF dele-

Figur II:7 Svensk ekonomis externa balanser
Procent av BNP



Anm: Utlandsskulden (högra skalan) inkluderar uppskrivning av skulden på grund av växelkursförändringar. Om dessa exkluderas blir utlandsskulden lika med de kumulerade bytesbalansunderskotten.

Källa: Riksbanken och SCB, Nationalräkenskaperna.

gationer skulle komma till Sverige, liksom tidigare till England och Argentina och kräva åtgärder, som inte låg i linje med Sveriges riksdags och det svenska folkets önsknings. Samtidigt har från annat håll hävdats att den ekonomisk-politiska disciplin som "utlandet" härvid framtvungade skulle vara bra för Sverige.

Denna diskussion har två dimensioner av intresse i detta sammanhang. I bägge fallen är analogin "företaget" belysande. För det första har vi frågan om vad de lånade pengarna använts till. Om de använts till investeringar, och särskilt ekonomiskt riktiga (lönsamma) investeringar är aktieägarna i ett företag ofta benägna att acceptera en hög skuldsättningsgrad. Bör inte samma argument gälla för ett land?

För det andra gäller att även om användningen av pengarna är ekonomiskt meningsfull, så bör dock vid varje given användning, en högre skuldsättningsgrad tolkas som ett större riskengagemang från långivarens sida. En högre risk betingar en högre ränta (en riskpremie). Stöd för den tesen finns från företagsdata. Borde inte samma argument kunna föras för ett land; en ovanligt hög skuldsättningsgrad ger en i motsvarande grad högre ränta jämfört med någon representativ internationell räntesats i samma valuta? Denna högre ränta pressas fram särskilt vid omsättning av utlandslånen. Stöd för detta återfinns i Oxelheims specialstudie.

Den avgörande frågan är dock vad exakt som bestämmer riskpremien. Är det skuldsättningsgradens nivå eller förändring, eller spelar bägge "mått" en betydande roll? Tesen om internationella räntebindningar är inte helt belagd. Amerikanska studier pekar på en signifikant samvariation under senare år mellan den realräntan i USA och i andra länder. Anpassningen är dock ofullständig. Det är inte heller självklart var ursprunget till den höga realräntan skall sökas. Är det i USAs budgetunderskott eller någon annanstans (se nästa avsnitt, Cumby-Mishkin, 1985, och Evans, 1985).

Ett visst ekonomisk-politiskt spelrum nedåt gentemot den internationella basräntan finns för finansiellt välskötta ekonomier som

t ex Västtyskland och Schweiz (se figur II:8). Men när skuldsättningsgraden danska nivåer framtvingas däremot en betydande överränta eller ett stort riskpremium.

Studier inom IUI på svenska data (se specialstudie av Oxelheim) stöder de amerikanska resultaten; ett visst eget spelutrymme för penningpolitiken finns, men det begränsas av en växande internationell skuldsättning.

Problemet är att ett fullödigt svar på frågan om riskpremiens bestämningsfaktorer kräver modeller som förklarar en ekonomis prisrelationer till omvärlden (växelkurser, priser och räntor) samtidigt med produktionsutvecklingen och den inhemska prisbildningen.

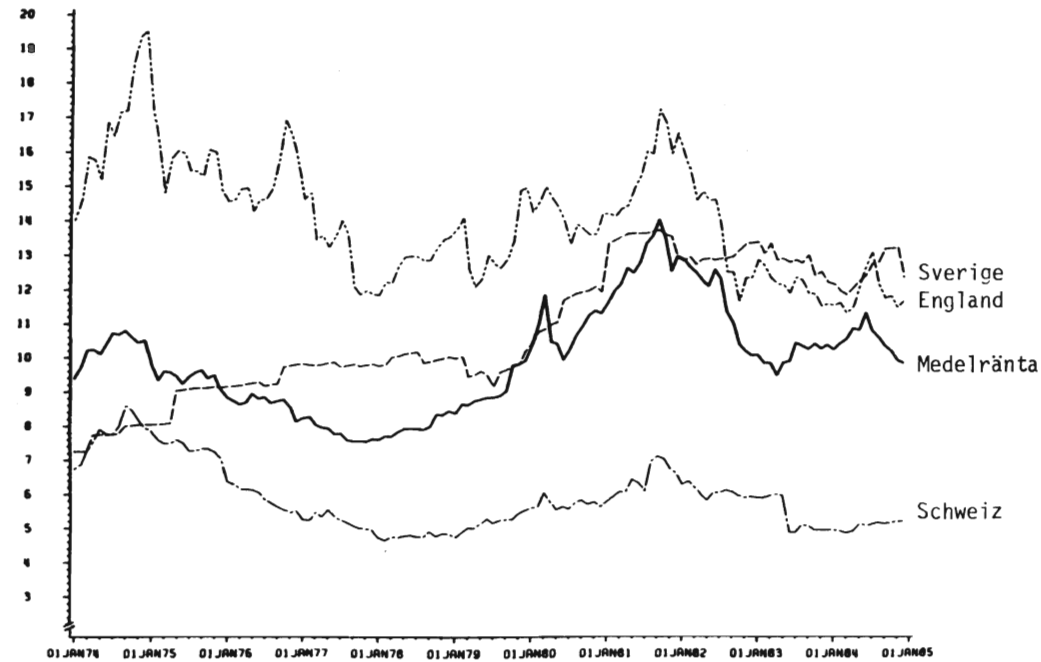
Det är dock enligt de ovan nämnda beräkningarna, i första hand en växande skuldsättningsgrad från en redan hög nivå, som förorsakar "riskavgiften". En sänkning av den svenska nettoförmögenheten i utlandet med en procent verkar höja den svenska ränteriskpremiem med mellan en tjugondels och en tiondels procent. Effekten blir högre ju högre skuldsättningsgraden och ju lägre produktionsstillväxten är.

Från dessa resultat kan vi sluta oss till att en fortsatt högre inflationstakt i Sverige än i omvärlden och fortsatta svårigheter att minska bytesbalansunderskotten (genom tillväxt av exporten) gradvis kommer att höja den inhemska räntenivån i förhållande till den internationella basräntan. Sverige följer så att säga då den danska utvecklingen sedan slutet av 60-talet. Ränthöjningen med två procentenheter i maj 1985 för att hålla kvar likvida resurser i Sverige illustrerar detta problem.

2.5 Inlandsbalans och räntan

Under 70-talets "oljekriser" tappade de flesta industriländer kontrollen både över sina externa balanser och över sina inhemska offentliga finanser. Det var framför allt välfärdsstatens krav på

Figur II:8 Nominella räntor på industriobligationer i några OECD-länder 1974-84 samt sammanvägd ränta



Anm: Medelräntan gäller USA, England, Västtyskland, Schweiz, Nederländerna och Japan. Sammanvägningen har skett med OECDs kapitalmarknadsvikter.

Källa: Lars Oxelheim: Finansiell integration och räntetransmission.

fortsatt hög och växande konsumtionsstandard som drev de olika ländernas statsfinanser in i en ohälsosam lånekarusell.

Fyra frågor är viktiga att besvara i detta sammanhang.

(1) I vilken utsträckning är de växande offentliga underskotten en helt ny erfarenhet för de nationella ekonomierna? Är situationen explosiv, som somliga forskare har hävdad?

(2) Vad betyder en ränteokänslig offentlig skuldfinansiering för andra låntagare på marknaden? Konkurreras de ut (crowding out)?

Denna andra fråga är särskilt intressant i ett internationellt perspektiv, eftersom flera, bl a Martin Feldstein (t ex 1983) under sin tid som ordförande i presidentens ekonomiska råd, har hävdad att den amerikanska räntan, och därför den internationella räntenivån, på grund av det stora amerikanska budgetunderskottet, kommer att förbli hög.

(3) Hur reagerar individer och hushåll på en gradvis försämring av statsmaktens finansiella balanser och statsmaktens möjligheter att på sikt uppfylla de åtaganden (pensioner etc) som den tagit på sig?

(4) Hur skall man se på den väldiga förskjutning av förmögenheter och inkomster från det offentliga till den privata sektorn som 70-talets finans- och penningpolitik åstadkommit? Är det bra eller dåligt? Denna fråga tas upp i kapitel VII.

Sverige hade 1982 ett offentligt finansiellt sparande (budgetunderskott efter korrigerering för investeringar) i förhållande till BNP på -6,3 %. USA hade samma år ett finansiellt sparande på -3,8 %. I medeltal för OECD var siffran -4,1 %. Betydligt lägre tal registrerades alla år under 50- och 60-talen. Detta kan tyckas vara ofantliga siffror, som för Sveriges vidkommande innebär att den offentliga skulden i dag uppgår till nära 70 tusen kronor per invånare och ökar med en krona per invånare och timme, eller med

ca 11 kronor per arbetad timme. Den samlade statsskulden motsvarade 1984 två tredjedelar av landets totala produktion samma år. Man kan lätt bygga matematiska modeller som med "rimliga" antaganden visar på en explosiv utveckling. Efter ett antal år blir den offentliga räntebördan så stor att dels refinansieringen av statsskulden driver upp ränteläget ytterligare, dels ekonomin i övrigt börjar stagnera på grund av det höga ränteläget. Som en följd av detta krymper skatteintäkterna medan utgifterna fortsätter att öka på grund av den växande räntan (Gørtz-Hansen, 1976, Lybeck, 1982). Den växande obalansen hos statens finanser gör att medborgarna börjar tvivla på statsmaktens förmåga att klara sina socialförsäkringsåtaganden i framtiden (som Barro (1974) påpekade och som Palmer (1981, 1984) fann ett visst ekonometriskt stöd för på svenska data). Man ökar sitt privata sparande men drar sig efter ett tag för att spara i osäkra statspapper, särskilt om inflation följer i spåren av de växande offentliga underskotten. Kollaps blir följden om inte statens finanser saneras. Saneringen går då ut över den offentliga konsumtionen och sysselsättningen. En viktig ekonomisk-politisk fråga för resten av detta århundrade kommer att bli i vilken utsträckning privat förmögenhetsbildning kommer att ersätta välfärdsstatens reducerade finansiella kapacitet att i framtiden svara upp mot sina försäkringsåtaganden. Vi diskuterar detta ytterligare i kapitel VII och i specialstudie VI.

För att ha någon uppfattning om den svenska ränteutvecklingen måste man ha en bestämd uppfattning om hur det amerikanska budgetunderskottet påverkar den internationella räntenivån. Det är också från USA som den moderna svenska debatten om budgetpolitikens effekter på räntan i första hand hämtat sin intellektuella näring.

Martin Feldstein har under de senaste åren gjort sig känd som katastrofuttolkare av den federala budgeten i USA. Utgångspunkten för Feldsteins resonemang har varit att de federala, reala räntorna skulle förbli höga, och därmed även den internationella, reala räntenivån. Orsaken är att det offentliga - som ovan - inte för-

mår minska utgifterna för konsumtion, och därför vill minska underskotten genom att höja skatterna men att marknaden inte tror att en minskning av underskotten är möjlig inom överskådlig tid. Dagens reala ränteläge på de långa marknaderna hålls därför uppe i USA och i världen därför att investerarna inte vill binda sparpengar till för låga räntor i dag. De blir ännu högre i framtiden, eftersom en ränteokänslig offentlig sektors stora lånebehov driver upp räntesatsen.

Barro (1986) och Evans (1985) är dock inte helt övertygade. Barro har beräknat att det amerikanska offentliga budgetsaldot hittills inte på något sätt avvikit från det mönster som etablerats sedan 1916. Den långsiktiga reala utgiftsnivån i USA har enligt Barro hållits under sådan kontroll att det långsiktiga reala skatteuttaget varit en konstant andel av BNP. Variationer i utgifter har klarats av variationerna - ofta stora - i den offentliga skuldsättningen. Barros förklaring för att inga, eller små, ränteeffekter erhålls är att hushållen betraktar underskotten som framtida skattehöjningar och garderar sig genom att öka sitt sparande. Ingen överefterfrågan uppstår och således ej heller någon ränteeffekt. Evans (1985) finner empiriskt stöd för denna hypotes. Barro tolkar därför underskott i budgeten 1983 och 1984 i närheten av \$ 200 miljarder, eller ungefär 6 % av BNP, som helt förenliga med det etablerade mönstret. Prognoserade underskott av storleksordningen \$ 300 miljarder uppfattar han snarast som ett indicium på att åtgärder kommer att vidtagas för att få ned det, dvs utgiftssänkningar och/eller skattehöjningar. Det verkar också som om marknaden under senare tid har börjat stödja denna uppfattning.

2.6 Internationella kapitalrörelser, portföljanpassningar och växelkurser

Integreringen av världens finanssystem är av ett senare datum än internationaliseringen av företag och varuströmmar, främst beroende på olika regleringar på valuta- och penningmarknaden. Med en fortkridande integrering av varuströmmarna blev det dock klart

under 60-talet att den finansiella isoleringen snart måste brytas av marknadskrafterna. Varje lands sparande blev gradvis delaktigt i en världspott av ekonomiska resurser. Den spontana tillväxten av ett internationellt, marknadsmässigt kreditsystem (Eurodollar-marknaden) bidrog till att systemet med fasta växelkurser och systemet med lokalt isolerade kreditsystem i varje land efterhand undergrävdes och slutligen föll sönder från och med 1971.

Eftersom den finansiella isoleringen var ett ekonomisk-politiskt medel, främst avsett att tvinga fram en låg inhemsk ränta, innebär det framväxande internationella kreditsystemet att statsmaktens penningpolitiska handlingsfrihet i de olika OECD-länderna reducerades för att i dag vara obetydlig i länder med stor internationell skuldsättning. Bretton Woods-systemets sönderfall utgör bara en av många illustrationer. I och med att varje OECD lands räntebildning blev integrerad med räntebildningen i världen kom på ett helt annat sätt än tidigare räntebetalningsförmågan hos de framgångsrika industriländernas framgångsrika företag att bli normgivande för räntesättningen i det internationella kreditsystemet och i varje enskilt land. Resultatet blev en allmän höjning av OECD-ländernas reala räntenivå.³

Sedan den första oljekrisen har statsmakternas penning- och räntepolitiska manövreringsfrihet ytterligare begränsats genom att det internationella finanssystemets reaktionshastighet ökats. Detta innebär i realiteten, som vissa vill hävda, att systemets stabilitet minskat. Man tänker då närmast på olika länders kreditvärdighet och det internationella affärsbanksystemets förmåga att absorbera stora, samlade kreditförluster, samt växelkursernas "märkliga" uppträdande under senare år.

Det är framför allt tre omständigheter som måste beaktas för att man skall förstå detta.

För det första är olika storheter i en ekonomi olika trögörliga. Trögast är tillverkningens samt maskin- och anläggningsskapitalets lokalisering och inriktning, sedan kommer arbetskraften och varu-

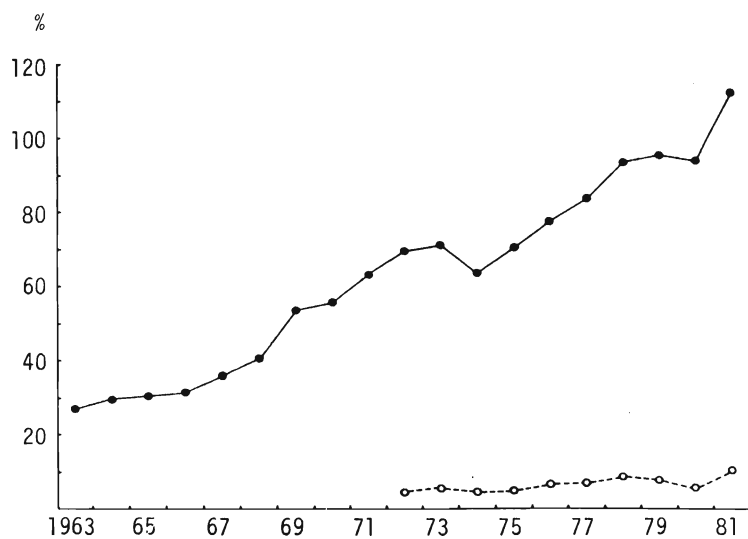
leveransernas mönster, dvs de fysiska enheterna. Därefter visar priserna upp en liknande hierarki av rörlighet i så måtto att lö-
nerna av tradition (på grund av monopoliserade arbetsmarknader)
är trögrörliga nedåt. Företagen tillämpar dessutom normalt en
konservativ prispolitik. Reglerade priser är överlag tröga i sin an-
passning.

De finansiella variabler vi diskuterar i detta avsnitt har däremot
alltid varit snabba i sina reaktioner, om de inte varit fastlåsta i
ett regleringssystem där man i stället tvingats till stora engångs-
justeringar. Vi talar om räntan, likviditeten och (i synnerhet) väx-
elkursen. Efter Bretton Woods-systemets sönderfall har dessa va-
riabler på det stora hela taget fullt ut anpassat sig till markna-
dens vindar. Nu gäller att trögheten i ena änden av systemet
(stora felallokerade kapitalbestånd, människor på fel jobb och
låsta löner) innebär att spänningstillstånd byggs upp och fortplan-
tas till de mera lättrorliga delarna i systemet. Under Bretton
Woods-tiden gällde detta i första hand den internationella likvidi-
teten, sedan 70-talets början räntor och växelkurser. Växelkursen
kommer sist i "slängrumpan" som alltså inte rörs av rationella
långsiktsoverväganden hos marknadens aktörer, utan av en sekvens
av felanpassade kvantiteter och priser i världsekonomin. Växelkur-
sen fungerar snarast som en säkerhetsventil. Dess kortsiktiga ut-
veckling blir då praktiskt taget omöjlig att förutsäga.

För det andra har uppbyggnaden av väldiga och ofta mycket likvi-
da internationella (brutto)portföljer (se figur II:9) gjort att de po-
tentiella, ögonblickliga anpassningarna blivit mycket större än de
någonsin tidigare varit.

Ett flertal omständigheter har bidragit till att balansernas omslut-
ning i det internationella kreditsystemet växt snabbare än den
reala ekonomin. Incitamenten att reallokera portföljer internatio-
nellt har varit betydande. Inflationen har blåst upp balanserna.
Inkomst- och förmögenhetsomfördelningen i världen har efter olje-
krisen kraftfullt blåst upp den finansiella bruttobalansen i den in-
ternationella finansvärlden.

Figur II:9 Nominella bruttobalanser i världshandeln i förhållande till varuhandelns flöden



Förklaringar:

- Banksystemets utländska skulder i procent av världshandelsflödet (deposit banks' foreign liabilities/world trade).
- Låneoperationer på den internationella kapitalmarknaden i procent av världshandelsflödet (funds raised in the international capital market/world trade).

Källor: FN, IMF, OECD.

Detta innebär, för det tredje, att det traditionella kriteriet på en extern balans för ett land, bytesbalansens tillstånd, inte längre är särskilt intressant för valutakursernas utveckling annat än på mycket lång sikt. På omedelbar sikt reagerar den internationella valutaportföljen på förväntade förändringar i växelkursen med en kraft som vida överträffar storleken på handels obalans. Detta innebär också att ländernas samlade möjligheter att med marknadsoperationer kontrollera prisbildningen på valutamarknaderna - om de till äventyrs kommer överens - är nästan obefintliga om marknaden har en annan mening.

Den finansiella osäkerheten i världen har med andra ord ökat kraftigt under det senaste decenniet. Sannolikheten att göra stora förluster i valutaportföljen är stora om man inte på något sätt försäkras sig t ex på terminsmarknader. Samtidigt har möjligheterna att göra "bra" prognoser och därigenom goda valutaaffärer reducerats.

2.7 Ökad osäkerhet driver fram kortsiktigt ekonomiskt handlande

Vi har i detta avsnitt konstaterat att förräntningskraven i en ekonomi generellt bestäms av landets allmänna räntenivå, även om skatter och inflation kan ge upphov till stora lokala skillnader i förräntningskraven. Vi har också konstaterat att det är de stora internationella finansmarknaderna, som i dag sätter basräntan i de enskilda länderna och därigenom även i det svenska kreditssystemet. De inhemska penningpolitiska myndigheterna har en ytterst liten marginal att påverka räntan inom. För att kunna sätta en lägre ränta än den internationella krävs en i hög grad disciplinerad inhemsk finanspolitik och en god extern balans, som signalerar en stark valuta. Det är den finansiella integrationen av industriländernas ekonomier som på detta sätt har utjämnat räntorna och höjt räntenivån i tidigare finansiellt isolerade ekonomier. Förräntningskraven på investeringar har i dessa ekonomier också höjts. Samtidigt har de olika ländernas samlade oförmåga att under 70-talet kontrollera externa och offentliga finansiella balan-

ser blåst upp den globala balansräkningen i förhållande till de reala flödena. Den ökade penningmängden, eller annorlunda uttryckt, den av obalanserna skapade mis-matchen mellan utbudets och efterfrågans sammansättning har varit inflationsdrivande. De finansiella obalanserna har dessutom ökat prissystemets labilitet - särskilt växelkurserna har påverkats.

Prognoserbarheten har gått ned. Den ekonomiska osäkerheten i världen har ökat. Planeringshorisonten har förkortats. Detta tillstånd hotar enligt OECDs senaste Economic Outlook (June 1985) möjligheterna att återgå till ett allmänt tillstånd av tillväxt bland industriländerna. Som en konsekvens av inflation och ökad ekonomisk osäkerhet har den finansiella osäkerheten gått upp och en hög real ränta jämfört med den parallellt pågående inflationen har etablerats: en hög real ränta innebär att den korta sikten växer i betydelse i de ekonomiska besluten. Man skulle kunna säga att industriländernas diskonterings-sats höjts.

Långsiktigt stabil ekonomisk tillväxt kräver å andra sidan att företagen är beredda att ta på sig långsiktiga ekonomiska åtaganden. Den reala kalkylränta som tillämpas i investeringsbesluten i samhället speglar förutsättningarna för långsiktighet i det ekonomiska handlandet.

Vi har påvisat att basräntan i varje land i dag i hög grad satts i det internationella kreditsystemet. Räntan är högre i underutvecklade och politiskt instabila ekonomier med dålig rättssäkerhet och mindre välorganiserade kreditsystem än i mogna och stabila marknadsekonomier där den till och med kan ligga nära noll (se figur II:1). Denna harmoni har dock störts av den ekonomiska politiken och det ekonomiska skeendet under det senaste årtiondet. Detta har medfört att långsiktigheten har blivit lidande.

Eftersom de långsiktiga investeringsåtaganden som tas i dag avgör produktionens expansion långt in i framtiden, blir förräntningskravets höjd i förhållande till förmågan att förränta det nyinvesterade kapitalet viktigt för stabiliteten i den ekonomiska till-

växten. Därför kommer nästa avsnitt om kompetensen att förnya och förränta industrikapitalet att som huvudtema ha frågan hur företagen är organiserade att ta långsiktiga beslut.

3 Hur förnyas industrin långsiktigt?

Industriföretagens omvärld kännetecknas normalt av relativt stor stabilitet, även om kastningarna i de internationella marknadsförutsättningarna ibland är så häftiga att även stora företag plötsligt håller på att gå i konkurs. De 10 år som gått sedan den första oljekrisen 1973/74 är en sådan period.

3.1 Konsten att driva stora företagsorganisationer

Över tillräckligt långa perioder kan man dock i allmänhet observera hur företagens lönsamhetsförhållanden ändrats på ett genomgripande sätt. Figurerna II:3A illustrerar dessutom att spridningen i framgång är betydande. Vår hypotes är att detta är normalt, och att det snarast är att betrakta som ett problem när prestandafördelningen nivelleras på låg nivå på det sätt som skedde efter mitten av 70-talet, t ex 1976 (se figur II:3A).

Denna utveckling signalerade att en för stor del av företagsbeståndet befann sig i fel verksamhetsområden. Skälen var antingen att utslagningen varit för långsam och/eller att förnyelsen i de rätta marknadsområdena varit otillfredsställande. Lösningen låg emellertid inte i mer investeringar i anslutning till den existerande utrustningen eller i ett bättre utnyttjande av existerande kapacitet att producera. Medan fördelningen av det totala kapitalets förräntning både sänktes och utvecklade en bred tröskel efter oljekrisen (se figurerna II:3A) så kan samma tröskelbildning inte urskiljas om vi ser till produktivitetens fördelning (se figurerna II:3B). Denna utveckling hos fördelningskurvorna har man anledning att vänta sig för en industri med en stor grupp välskötta företag, som ej i tid lyckats ändra produktsortiment eller byta verk-

samhetsområde. En för stor del av företagsbeståndet föreföll alltså under 70-talets andra hälft bedriva produktionstekniskt effektiv tillverkning av fel produkter. Varven och basindustrierna var standardexempel på denna situation. Skillnaderna i kurvornas utveckling i II:3A och B beror alltså på relativprisernas, inklusive lönernas, utveckling.

Ett antal av de svenska storföretagen har dock efter 70-talets krisår på ett genomgripande sätt lyckats organisera om sin inre verksamhet och förändra sin affärsinriktning. Storföretagen väger tungt i den svenska ekonomin. Särskilt verkstadsföretagen "drar" genom sin efterfrågan på halvfabrikat en stor del av de mindre och medelstora företagen och beror i sin tur för sin framgång och förnyelse just på förekomsten av små, innovativa företag. Hur förnyelsen av industrin gått till och hur den kommer att fortsätta blir därför avgörande för den ekonomiska tillväxten under resten av 80-talet och en god bit in på 90-talet.

Det långa perspektivet i ekonomiskt handlande läggs fast via kapitalmarknaden och dess institutioner. Beslut av förändrande karaktär som innebär långa åtaganden och stora förändringar underkastas ett förräntningskrav som bestäms på kapitalmarknaden. Ägarerna genomdriver avkastningskraven och ser till att de efterlevs. En hypotes som diskuteras ingående i detta avsnitt är att ägarfunktionen som den utövas i industrin, i företagen och på aktiemarknaden haft ett avgörande inflytande på den industriella utvecklingen under de senaste 10 à 20 åren, och då särskilt på företagets förmåga att förnya sig.

3.2 Hur definieras industriellt kunnande?

Industriell förnyelse och tillväxt sker genom en kombination av tekniska och kommersiella förbättringar, och utslagning av det gamla som ej står sig i konkurrensen med det nya, dvs vad Joseph Schumpeter kallade Creative Destruction.

Flera av våra mikro-makro studier pekar på att det är just balansen mellan förnyelse och utslagning som skapar en stabil produktivitetsökning på makroplanet. Den ekonomiska tillväxten handlar bara delvis om att göra samma saker billigare och bättre. En arbetshypotes som stöds alltmer från IUI-studier är att förmågan att ändra företagens produktinriktning och att i tid avveckla tillverkningen av gamla produkter som inte ger en i jämförelse med marknadsräntan acceptabel förräntning av kapitalet, är intimt förknippade med ägarfunktionens effektiva utövande och den press såväl ledningen i ett företag som ägarna är utsatta för i en marknadsorganiserad konkurrensökonomi när det gäller förräntningen av privata förmögenheter. Framför allt är risken att misslyckas och därigenom förlora betydande delar av den egna förmögenheten ett normalt inslag i "ägarnas" dagliga yrkesutövning.

Vår hypotes i detta avsnitt är sålunda att förmågan att omvandla och förnya industriföretag i djupare mening, låt oss kalla det den industriella högnivåkompetensen, i första hand kommer till uttryck i den privata ägarfunktionen, när denna aktivt utövas i företagets högre ledningsfunktioner, i styrelserum och på kapitalmarknaden. Ägarrollen i en marknadsekonomi kan utövas på många olika sätt, från å ena sidan den passiva placeraren eller småspararen som "röstar med sina fötter" till å andra sidan den aktive industrikapitalisten som engagerar sig direkt i de stora företagsbesluten. Den ägarroll som vi här är ute efter att identifiera har mycket litet att göra med den "vetenskapliga" managementanda som växte fram under 60-talet och som fick unga industriledare att tro att man även i företagen kunde räkna eller planera sig fram på konkurrensmarknader. Vi observerar dessutom att det industriella högnivåkunnandet inte skapas genom klassrumsundervisning utan genom intensiva och varierande karriärer, på jobben, med betydande inslag av selektion och utslagning. När finansiering, risktagande och industriellt kunnande förenas handlar det i hög grad om experiment och försök. Vi talar varken om specialiserat yrkeskunnande eller om smart finansiellt agerande. Vi talar istället om kreativa grupperingar av människor och kunskap och om den marknadsmiljö som möjliggjort en framgångsrik intern om-

vandling av de svenska storföretagen under senare år. Av flera skäl benämner vi den "lösning" som därvid kommit till stånd som ett utslag av ägarfunktionernas organisation.⁴

Det privatkapitalistiska inslaget är en viktig del av ägarfunktionens effektiva utövande. Det handlar bland annat om att snabbt uppfatta om man slagit in på fel väg och ändra kursen även om man skulle ha predikat motsatsen bara några månader tidigare. Mycket tyder på att det är när denna funktion utövas framgångsrikt som de riktigt stora produktivitetsvinsterna i ekonomin åstadkoms. Om man inte lyckas, sätts privata förmögenheter på spel, medan stora förmögenhetsökningar kan uppnås om det går bra. Man vet att en industriledare med en privat ägarandel undviker att i onödan äventyra sitt privata kapital. Ansvar för företagets skötsel och egenintresse sammanfaller. Kapitalisten blir en gisslan i systemet.

Hur ägarfunktion, styrelsefunktion och industriledarfunktion mest effektivt kombineras är föremål för en särskild, nyligen påbörjad, IUI-studie. Frågan är alldeles för omfattande för att besvaras här. Men man bör ställa sig frågan vad som händer om det privatkapitalistiska elementet i en ekonomi reduceras kraftigt. Har den private storkapitalisten spelat ut sin roll i den moderna välfärdsstaten? Mycket tyder idag på att han/hon är på väg tillbaka som en konsekvens av den moderna välfärdsstatens ekonomiska svårigheter, och att detta kan tvinga fram en radikalt förändrad politisk syn på privat förmögenhetsuppbyggnad (se kapitel VII).

3.3 Innovativt nyföretagande

Fri konkurrens genom nyetablering betraktas ofta som den kapitalistiskt organiserade marknadsekonominns kännetecken. Helt fri nyetablering gäller knappast ens inom den konkurrensutsatta industri-sektorn.⁵

Innovativt nyföretagande är ett typiskt utslag av ägarfunctio-

nen. Individen satsar sitt privata kapital och sin tid på en idé, en uppfinning och kombinerar sig med eget eller andras privata, finansiella kapital. Storföretagen satsar egna vinstmedel för att utveckla något nytt inom den egna organisationen eller i separata affärsenheter. Finns inte incitamenten att bli rik och/eller att bygga "industriimperier" händer inget på denna front. Under senare år har betydelsen av det högteknologiska nyföretagandet betonats extra mycket (t ex i Granstrand, 1985) en uppmärksamhet som kanske skymt förhållandet att det viktiga vad avser nyetableringar, och det viktigaste i synnerhet när det gäller konkurrensfunktionens upprätthållande, dels är teknologiskt skäligen enkelt, dels har ett dominerande kommersiellt innehåll, där en affärsidé ofta betyder mer än den tekniska uppfinningen (Eliasson-Granstrand, 1981).

Den samlade bild vi inom ramen för denna långtidsbedömning kunnat få av svenskt nyföretagande är att det under hela efterkrigstiden varit relativt vitalt, med en nedgång under det sena 60-talet och under 70-talet (Du Rietz, 1980), för att därefter visa en stegrad livaktighet (se Jagréns samt Björklunds specialstudier).

Det mesta tyder på att svensk industri ligger i den absoluta världstäten när det gäller industriellt nyskapande i stor och liten skala. Detta gäller särskilt förmågan att i nya produkter introducera elektronik samt nyetablering inom finkemiområdet och inom farmaceutisk industri. Denna syn stöds också av en brett upplagd MIT/STU-studie (se Reitberger-Utterback, 1982). I den konstaterar man dock från ett antal intervjuer att även om affärsaktiviteten är hög och framgångsrik i det lilla så är man tillfreds med att fortsätta försiktigt och i liten skala. Ambitionen att bygga stora industriimperier framträder inte i intervjumaterialet. En viktig fråga är om denna ambition varit större tidigare, samt i vilken mån den är nödvändig för att de små affärsidéerna skall kunna exploateras och stora företag växa fram, samt sysselsättning skapas. För att få perspektiv på denna fråga bör nämnas att Erik Dahmén i sin avhandling (1950, s 229) gjorde exakt samma observation.

3.4 Företag som förnyas sig⁶

En historisk översikt visar tydligt hur storföretag i vårt land bytts ut och förändrats. 1925 dominerade två livsmedelsföretag samt basindustrier svensk industri. Alldeles efter andra världskriget dominerade basindustrin exporten. Några få äldre företag i verkstadsbranschen (t ex ASEA, SKF och Ericsson) har funnits med hela tiden. I dag dominerar däremot verkstadsföretagen. De har blivit större, mer internationaliserade och i det medellånga perspektivet fram till 1990 kan de 10 största företagen förväntas dominera mer än någonsin tidigare vad gäller sysselsättnings-, export- och produktionsandelar. Denna dominans är högre än i flertalet andra länder.

Vi kan konstatera att av de 40 största svenska företagen, som på medellång sikt nästan helt driver tillväxten i svensk ekonomi grundades två tredjedelar före sekelskiftet. Endast ett företag som grundades efter kriget (Tetra Pak) har lyckats ta sig upp i 40-i-topp-listan. Är detta en markering av MIT/STU-studiens konstaterande? Vilka företag står i kulissen för att ta över de gamla storföretagens roll, när de så småningom inte klarar förnyelsen och den internationella konkurrensen? Har den gamla tidens privata imperiebyggare som skapat stora privatägda företag ersatts av juridiskt och ekonomiskt utbildade byråkrater som stiger in i färdiga storföretag? Hur blir det i så fall med förnyelsen av företagsbeståndet? Hur stor måste ursprungspopulationen av nystartade företag vara för att 10 storföretag skall finnas 50 år senare? Om man följer en grupp (en kohort) nystartade företag visar det sig alltid vara några få företag som efter ett antal decennier bär upp hela aggregatets tillväxt.

Slumpens betydelse vad gäller urvalet av överlevande företag är svårt att uttala sig om. Vi kan dock konstatera att det vid varje tidpunkt varit praktiskt omöjligt att förutse vilka företag som skulle lyckas att bli stora. Atlas Copco's, Alfa Laval's och Ericsson's händelserika historier illustrerar detta på ett utmärkt sätt. Storlek ger visserligen trygghet och resurser att hitta på något

nytt. En gång stora företag lever länge, även om de går dåligt. Unika produkter och internationalisering har gett framgång. Men var och hur skapas de framgångsrika produkterna? Det finns ingen speciell teknik att lära sig bli kreativ och framgångsrik. Det är därför det är så väsentligt att det hela tiden finns en bredbasig förnyelseaktivitet i ekonomins kulisser, så att tillräckligt många företag hela tiden strävar mot att nå framgång. Sannolikheten att några lyckas blir högre ju fler som försöker.

Framgång i bemärkelsen att bli ett storföretag är dessutom en synnerligen långsam process. Det tog t ex i medeltal 25 år för våra 10 i dag största företag att en gång i tiden nå storleken 1 000 anställda.

Man kan också peka på att nästan varje företag som blivit ett storföretag någon gång, ofta flera gånger, stått på gränsen till att konkurreras ut.⁷ Oftast handlar det om övergångsfaser i företagets utveckling; byte av teknik, internationalisering m m. En vanlig krisfas är övergången från enproduktföretag med ägaren som företagsledare till en större, produktionsmässigt bredbasig snabbväxande organisation, där ny managementteknik krävs för sammanhållningen (se Hur styrs storföretag?, IUI 1984).

Risken att slås ut i konkurrensen är därför mycket stor för det enskilda företaget sett över ett längre perspektiv. Utslagning och förmögenhetsförstörelse är ett normalt öde för företagen och företagarna. Risken att hela industrin plötsligt kan stå utan industriell substans för den fortsatta tillväxten därför att förnyelsen och förnygringen kommit av sig under något tidigare skede skall med andra ord inte underskattas. Snabb och långvarig produktions-tillväxt på makroplanet över flera generationer är inte någonting självklart. Däremot verkar erfarenheterna från några avancerade industriländer, däribland Sverige, vara att en avtagande produktionsökning inte alls behöver ha något att göra med den produktivitetsnivå som redan uppnåtts.

Förnyelseprocessen förutsätter således industriell kompetens som

förener kommersiellt och tekniskt kunnande. Detta kunnande manifesteras särskilt i företagets högsta ledning och hos ägarna. Men långsiktig produktionstillväxt kräver mer än kompetens. Industriell verksamhet kännetecknas av aktivt sökande och risktagande, där misslyckanden är normala inslag. Därför måste "entreprenörandan" vara förankrad i hela samhället för att tillräckligt många företag hela tiden skall kunna selekteras fram.

Medan ägande, nyföretagande, företagsledning och kapitalbildning förenas i de små nystartade företagen så får ägarfunktionen i storföretagen en för utomstående svårgenomskådlig organisation som är besvärlig att konkretisera på grund av de många hierarkiskt ordnade lagren av beslut och informationshantering. Dessa problem har under senare år studerats i ett flertal IUI-studier, i vilka konstateras att svensk industri - om man sorterar ut de krisföretag som inte hade överlevt 1976/78 utan stora subventioner - på ett utomordentligt sätt lyckats anpassa och förnya sig i takt med världshandelns förändrade konkurrensbetingelser. Vi frågar hur dessa beslut kom till stånd och varför framgången uteblev i vissa företag, särskilt de som direkt eller indirekt tillhörde den offentliga sektorn. Indicierna pekar återigen mot att svaret ligger i ägarfunktionens utövande (se t ex Örtengrens specialstudie).

De privata storföretagen har under krisåren på 70-talet flyttat fram sina positioner som bärare av svensk export och industriproduktion. Detta har skett genom en medvetet styrd omvandlingsprocess inom de företag som legat någorlunda rätt i teknologi och marknad från början. På detta sätt har verkstadsindustrin genom en snabb förvandling från en industriell bas grundad på kostnads-effektiv tillverkning av relativt enkla produkter mot en avancerad, produktbaserad teknologi delvis kunnat ersätta produktionsbortfallet hos de stagnerande basindustrierna.

Särskilt två omständigheter har varit betydelsefulla för denna utveckling:

dels existensen av en bred industriell högnivåkompetens, vars vik-

tigaste egenskap varit just förmågan att inifrån förändra stora trögrörliga industriorganisationer,

dels en bred flora av tekniskt framstående och kommersiellt baserade små och stora företag som funnits på marknaden och som genom uppköp och ägarbyten kunnat inlemmas i de växande storföretagens marknads- och forskningsorganisationer.

Självfallet bidrog 1982 års devalvering till att lönsamheten ökade kraftigt i dessa företag och att produktionstillväxten sköt fart 1983 och 1984. Som framgår av Söderstens specialstudie innebar lönsamhetsförbättringen 1983/84 till skillnad från lagervinstboomen 1973/74 en real höjning av driftsresultatet.

3.5 Nedläggningsfunktionen

Nedläggning av dåligt skötta företag är det kapitalistiskt organiserade marknadssystemets andra sida. En stabilt hög frekvens konkurser är i ett sådant system ett hälsotecken om det motsvaras av en lika hög frekvens innovativa nyetableringar, och av en vital storföretagssektor. En speciell sida av exit-funktionen som är värd extra uppmärksamhet är de stora företagens död.

Exit-funktionen har alltid varit livaktig inom jordbrukssektorn, som vid en praktiskt taget oförändrad produktionsvolym sänkt sysselsättningen till ca en tredjedel sedan 1950. Minskningen sedan 1950 har ägt rum i en takt som motsvarar nedläggningen av ett par storvarv varje år. Omsättningen i beståndet mindre företag inom det privata näringslivet visar förmodligen liknande relations-tal i produktionsmässigt stagnerande eller krympande branscher. En ständigt pågående konkurrensutslagning av delar av, eller hela företag, är en normal företeelse i en dynamisk marknadsekonomi. Varje verksamhetsområde visar en stor spridning vad gäller räntabilitet och produktivitet. I svansen av dessa fördelningar pågår en ständig utslagning. Mycket tyder även på att ständig förnyelse i kombination med konkurrensutslagningen av dåligt skötta företag,

eller företag som råkat befinna sig i fel marknad är ett nödvändigt villkor för att en snabb och långsiktigt stabil makrotillväxt skall kunna upprätthållas (se kapitel VII).

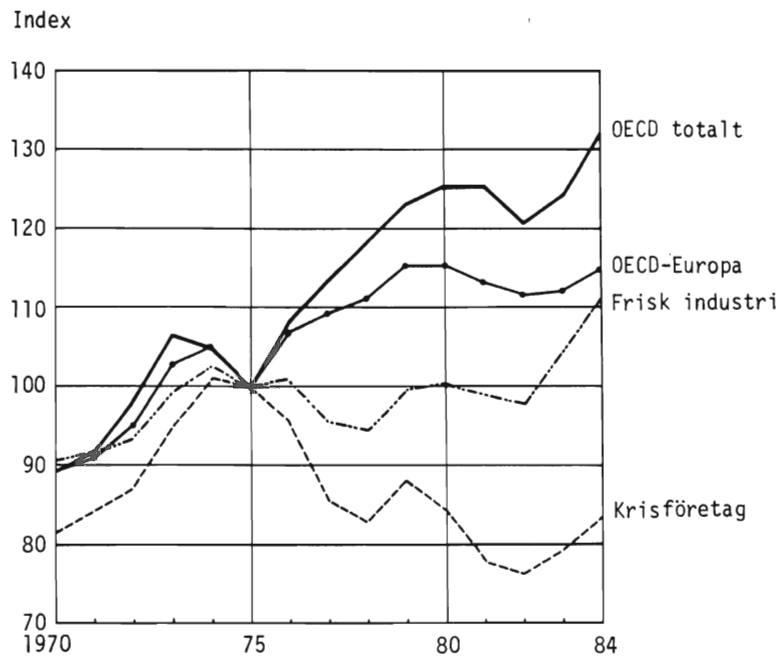
Det som hänt under efterkrigstiden är att utslagningsområdet gradvis flyttats från jordbruket in i industrin. Under 50- och 60-talen drabbades särskilt textilindustrin, som dominerades av mindre företag. Överföringen av arbetskraft gick nu trögare, eftersom löneskillnaderna inom industrin var mindre än mellan de växande företagen i industrin och jordbruket. Incitamenten att flytta "i förtid" var mindre.

Under sent 60-tal och början av 70-talet drabbades basindustrierna. De var dels höglöneföretag, dels hade de stora anläggningar och en välorganiserad arbetskraft, som motsatte sig avvecklingar. Exit-funktionen stoppades upp. Medan krisföretagen krympte produktionsmässigt till bibehållen sysselsättning och lön, saktade även den övriga industrin upp sin inhemska tillväxt i förhållande till OECD-marknaderna (se figur II:10). En bidragande orsak var att de industripolitiska insatserna gentemot krisföretagen (med höga löner) hållit uppe lönenivån totalt i industrin, särskilt för de icke krisföretag som önskade växa och behövde tillskott av arbetskraft utifrån (se Eliasson-Lindberg, 1981). Det är lätt att förstå vilka svårigheter som är förknippade med att få bort folk från subventionerade krisföretag, som betalar industrins högsta löner. Detta gällde gruvor, stål och varv och illustreras i tabell II:2.

Medan järnmalms-, stål- och varvsindustri 1982 betalade en medelårslön (före sociala avgifter) på ca 85 tusen kronor och mottog minst 95 tusen kronor per år och anställd i statliga subventioner, betalade övrig industri i medeltal 76 tusen kronor i årslön.

Från Örtengrens specialstudie kan vi konstatera att textilindustrin, som knappast längre bör betraktas som en krisindustri, fortsatt att krympa snabbt. Sedan 1976 har dess sysselsättning minskat med över 36 %. Motsvarande tal för jordbruket är 15 %.

**Figur II:10 Industriproduktion i de svenska krisföretagen,
svensk frisk industri, OECD-Europa samt OECD
totalt 1970-84**
Index 1975 = 100

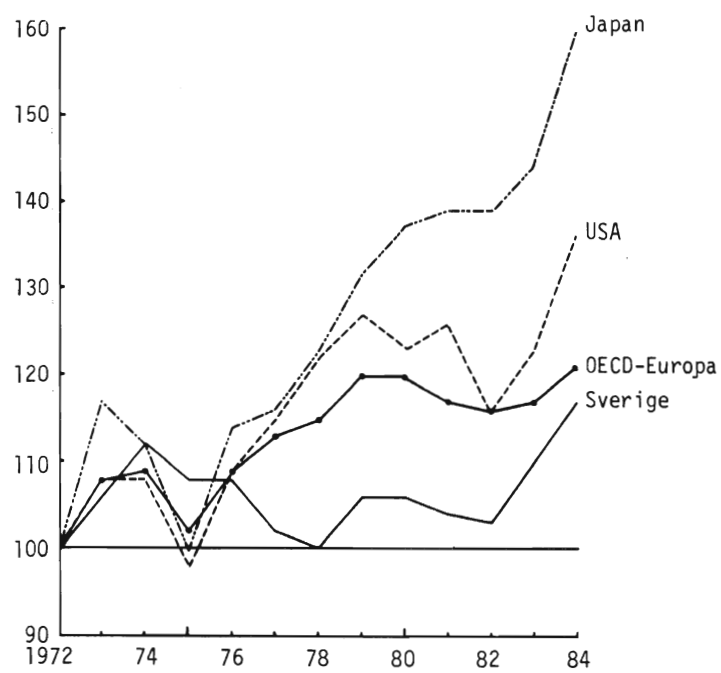


Källa: Specialstudie av Johan Örtengren.

Figur II:11 Betydelsen av att allokeras resurserna rätt

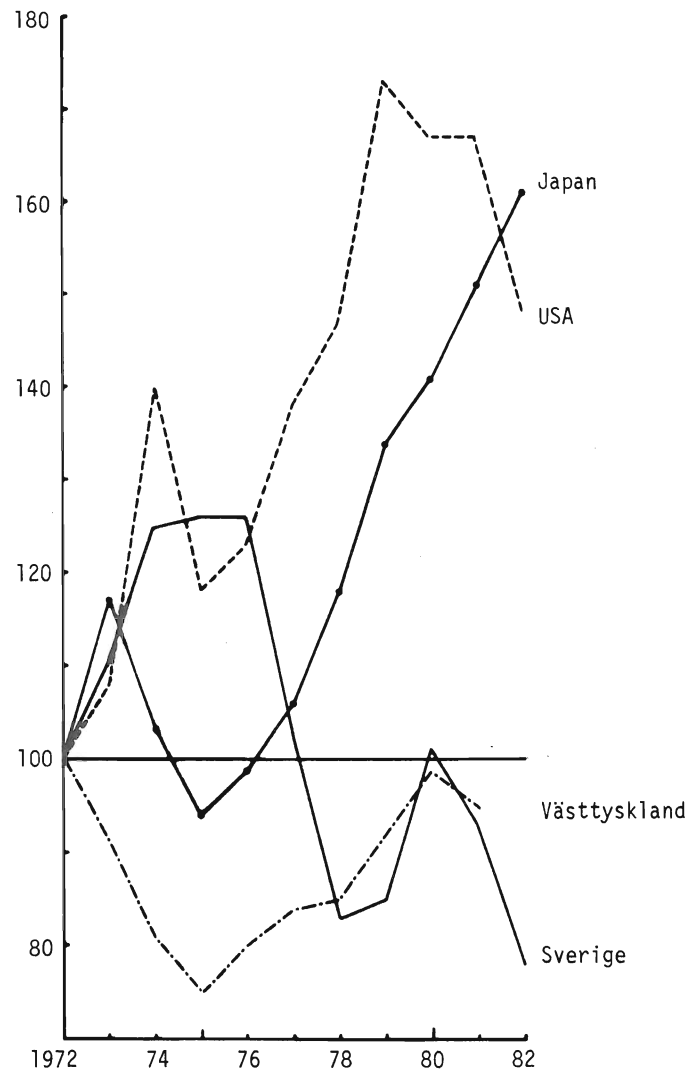
II:11A Industriproduktion 1972-84 i OECD-Europa, USA och Sverige

Index 1972 = 100



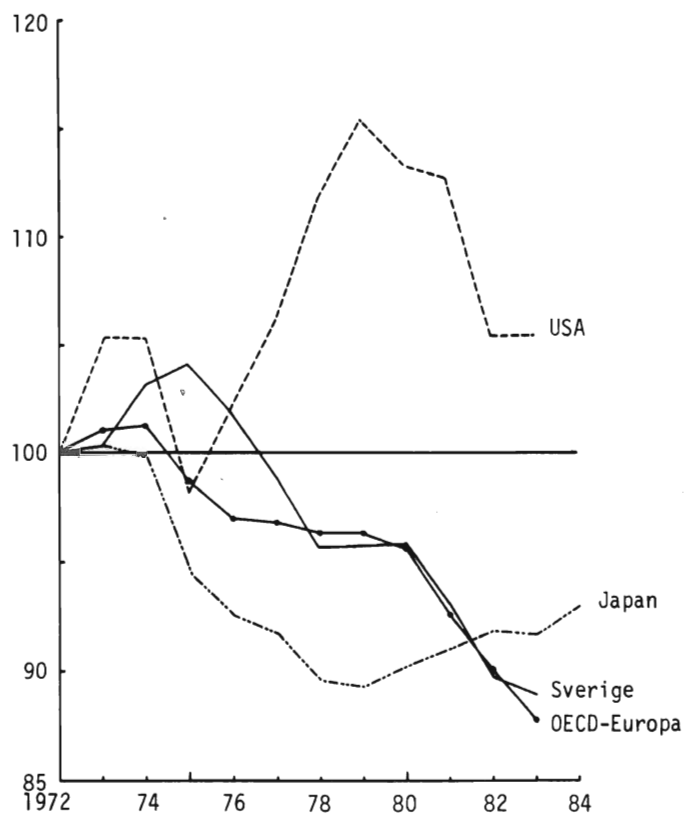
Källa: OECD, Main Economic Indicators.

II:11B Maskin- och anläggningsinvesteringar i tillverkningsindus-
trin 1972-82 i Sverige, Japan, USA och Västtyskland
Konstanta priser, Index 1972 = 100



Källa: OECD, National Accounts.

II:11C Sysselsättning i industrin 1972-83 i OECD-Europa, USA och Sverige
Index 1972 = 100



Källa: OECD, Labour Force Statistics.

Tabell II:2 Relativa löner i krisindustrierna
Index 100 = Övrig industri

	1970/72	1974/76	1980/82
Järnmalmgruvor	119	127	125
Stålindustri	114	122	114
Varvsindustri	109	109	106
Övrig industri	100	100	100

Källa: Johan Örtengrens specialstudie.

De stora krisföretagens framtidsutsikter är förmodligen sämre än de som gäller för det genomsnittliga textilföretaget. Krisföretagen borde därför ha minskat sin sysselsättning kraftigt, men har inte gjort det. Sedan 1976 har de sex stora stödmottagarna endast fått ned sin sysselsättning med 30 %.

Lika besvärligt är att betydande resurser satsats på investeringar i krisföretagen. Lokaliseringsort och allmän inriktning av verksamheten har varit låst. Omstruktureringen av de kvarvarande krisföretagen har därför närmast liknat den varsamma restaureringen av kulturskyddade byggnader. De viktiga frågorna att ställa när vinsten försvinner i dessa verksamheter i den begynnande konjunkturavmattningen och krishjälp åter förs på tal är⁸:

Vad kan man göra med pengarna, om man satsar på

- (1) något helt annat,
- (2) på en helt annan plats, och/eller
- (3) i den privata industrin?

Det industriella kunnandets innehåll är av naturliga skäl svåråtkomligt med vetenskapliga metoder. När man kommit så långt att man externt förstår ett företags unika kompetens utgör det inte längre ett vinstgivande, specifikt affärskunnande. Vi kan dock från en vetenskaplig utgångspunkt dra några klara slutsatser om

vad som konstituerar ett företags eller en industris förmåga att förränta sitt kapital. Det handlar inte om större eller mindre resurser, ökade investeringar eller fler arbetstimmar. Det är kvaliteten på resursinsatsen - kunnandet - som är avgörande.

Såväl inom företagen som mellan företagen i en industri handlar kapitalets förräntning dessutom om att resurserna allokeras rätt. Inom företagen talar vi om administrativt kunnande. Mellan företagen talar vi om hur marknadsmässig resursallokeringen varit. I bägge fallen handlar det om hur kunnandet kombinerats med organisationen av människor och andra resursinsatser.

Kunskapens resultat filtreras i hög grad fram som ett resultat av en sökprocess eller en experimenterande verksamhet. Nyskapande verksamhet, som företagandet till stor del består av, härleds inte ur gamla erfarenheter. Därför betyder den experimentella marknadsmiljön mycket för att en tillräcklig volym industriellt nyskapande skall äga rum och för att hålla den makroekonomiska produktionstillväxten igång.

Om man inte tar dessa faktorer i beaktande kommer man inte heller att "förstå" hur ekonomisk tillväxt skapas. Därför kommer ekonomisk politik som inte beaktar dessa faktorer att stävja, inte stödja den ekonomiska tillväxten.

Man kan sammanfatta detta avsnitt genom att konstatera att ett lands industriella framgång nästan helt beror på hur man lyckas organisera de marknader på vilka företagen verkar och marknadernas belöningssystem.

Den ekonomiska forskningen och teorin är fortfarande primitiv när det gäller att beskriva en dynamisk marknadsekonomi. Något kan dock sägas. När det gäller sammanförandet av industriellt kunnande och spararnas förräntningskrav behandlar vi därför i nästa avsnitt särskilt den viktigaste av alla marknader, nämligen den marknad där företagets kunnande värderas.

4 Marknaderna för värdering av det industriella kunnandet

4.1 Har allokeringseffekterna underskattats?

Kapitalmarknaden är den marknad som speglar långsiktigheten i ekonomiskt beslutsfattande. I utbuds- och efterfrågepriserna på kapital samlas effekterna av alla "kilar" i prissystemet upp. Att utvärdera de dynamiska allokeringseffekterna av på olika sätt utformade prissystem hör dock till det allra svåraste en ekonom kan ge sig i kast med. Effekterna kommer långsamt men de växer med ränta på ränta. Analysen kräver en totalmodell, där den ekonomiska processens tidsdimension är explicit, och där såväl prissättning som kvantitetsanpassning bestäms i modellen. Den sortens forskning ligger fortfarande utanför central ekonomisk teori. En speciell aspekt på kapitalmarknaden är att investeringarna styr och låser den mänskliga arbetskraften och därmed även det potentiellt så viktiga mänskliga kunskapskapitalet. Även under mycket försiktiga kalkylförutsättningar verkar de direkta förluster, dvs investeringsbeloppen, som följde av felinvesteringarna i industrin 1973-75 vara relativt små. De stora samhällsekonomiska förlusterna uppstod (se Eliasson-Lindberg, 1981) därför att man fortsatte att bedriva produktionen i de felinvesterade anläggningarna, och att arbetskraften, särskilt den yrkesskickliga och utbildade, ej gjordes tillgänglig till en lägre löneersättning i annan produktion.⁹

"Hävstångseffekten" via kapitalmarknaden, sett över ett längre tidsperspektiv är med andra ord mycket stor. Det är därför en till synes - i pengar räknat - obetydlig bolagsskatt kan åstadkomma så stora samhällsekonomiska kostnader i form av felallokerat kapital och produktion som aldrig kommer till stånd (se specialstudie VI).

En jämförelse mellan industriproduktionen i Sverige å ena sidan, och den i USA eller i OECD-Europa å den andra, ger en uppfattning om vad man kan tappa i produktionsvärden om man slarvar med dynamiken i resursernas allokering. Figurerna II:11 visar att

det inte är storleken på insatserna av produktionsfaktorer som avgör produktionsresultatet.¹⁰ Det fanns ingen som helst teknisk-ekonomisk anledning till att svensk industriproduktion skulle växa långsammare än industriproduktionen i OECD-Europa efter den första "oljekrisen". Snarare borde den ha kunnat växa fortare, och mer i takt med OECD totalt, eftersom basen av industriellt kunnande i Sverige verkar vara mycket god jämfört med den i Europa i övrigt.¹¹ Produktionsförlusterna sedan 1975 var emellertid (se figur II:11A) av storleksordningen 15 %, för att minska till drygt 5 % 1984, som ett resultat av devalveringen. De ekonomiska faktorerna, särskilt prisbildningen tycks spela en avgörande roll för produktionstillväxten och produktivitetresultatet.

4.2 Förmögenheternas värdering på kort och lång sikt

Den institutionella förnyelse av företaget som diskuterats ovan förutsätter ofta ägarbyten i någon form. Delar av företag köps till och/eller säljs av. Företag går ihop. Det verkar till och med vara så att de stora företagens förnyelse baseras på att det hela tiden finns ett utbud av små, innovativa teknikföretag som kan köpas upp och inlemmas i storföretagens tillverknings- och marknadsföringsorganisationer. För att den rent "tekniska" omorganisationen skall kunna ske effektivt är det viktigt att värderingen av företagens substans sker så smidigt och rättvisande som möjligt. De börsnoterade företagen värderas dag för dag på aktiemarknaden. Aktiernas värde utgör ett mellanting mellan substansens omedelbara marknadsvärde och marknadens samlade bedömning av vad företagsledningen under en överskådlig framtid kan åstadkomma med samma substans. Även företag utanför börslistorna värderas från gång till annan i samband med faktiska ägarbyten.

Den internationella marknadsoredan under 70-talet ledde till stora störningar i aktiemarknadens värderingsfunktion. Skatter, inflation och offentliga ambitioner till maktövertagande i den privata sfären bidrog ytterligare. En omfattande förmögenhetsöverföring från det offentliga till det privata verkar ha ägt rum, en paradoxal

konsekvens med tanke på att den svenska ekonomiska politiken sedan 50-talet syftat till att förhindra privat förmögenhetstillväxt. Ett speciellt problem var att dessa åtgärder och de motreaktioner som följde innebar ett nedsättande av effektiviteten i kapitalmarknadens funktioner. De privata förtjänstmöjligheterna under 70-talet ökade på områden som inte hade med produktionsförbättringar att göra. Kapitalmarknadens förmåga att koordinera resurserna mot aktiviteter, som långsiktigt bidrar till produktionsstillväxten minskade och det verkar som om orsakerna härtill i första hand skall sökas i den förda ekonomiska politiken (se vidare specialstudie VI).

Felvärderade egendomsobjekt skapar alltid möjligheter till snabba, spekulativa kapitalvinster när "marknaden upptäcker" att den kommer ur balans. Saknas aktörer som utnyttjar dessa möjligheter till vinster, saknas dessutom en viktig sanerande funktion på marknaden. En tunn marknad med få aktörer (monopoliserad) kan ge upphov till en långvarig felsättning av priser. I en bred konkurrensmarknad med många och olika informerade aktörer och fri etableringsrätt, kommer alltid några vinnare att agera i riktning mot den långsiktigt stabila prisnivån. Framför allt kan en djup och bred marknad inte "riggas" av några få aktörer. Långsiktigt felvärderade förmögenhetsobjekt är i realiteten en allvarlig fråga eftersom de felaktiga priserna påverkar de reala funktionerna i samhällsekonomin. Detta problem är särskilt påtagligt på aktiemarknaden, vars värderingsfunktion kan vara avgörande för möjligheterna att komma överens om smidiga omkombinerings (strukturförändringar) av företag och industrier.

Marknadsoredan på 70-talet, med felvärderade företag ledde också till att nya företagsbildningar ökade på aktiemarknaden, och kanske särskilt på aktiemarknaden i USA. De som tidigt uppfattar marknadens misstag har möjlighet att tillgodoräkna sig stora och snabba kapitalvinster. Orsakerna till marknadsmissstag av detta slag kan vara många. Stora institutioner som dominerar aktiemarknaden i såväl Sverige som USA agerar ofta schablonmässigt när det gäller värderingen av företag eller koncentrerar sig till en

begränsad grupp objekt. Om marknaden är för liten, med för få aktörer, eller om de kunniga och aktiva aktörerna saknar resurser kan felvärderingen bestå länge. Ett annat skäl till "undervärdering" kan vara dålig skötsel av ett företag. Den nye köparen ser möjligheter, som den gamle ägaren ej sett eller ej kunnat utnyttja. Ett inslag i denna bild är att delar av företaget går med förlust. Om de avyttras eller läggs ned höjs företagets lönsamhet. Ägarbyte innebär då något positivt.

Ett ytterligare skäl kan vara att företagsledningen medvetet driver långsiktiga satsningar, som ej ger lönsamhet i dag. Den kortsiktiga kapitalförräntningen går upp om de långsiktiga satsningarna avyttras, men den långsiktiga överlevnaden som storföretag sätts på spel. Om aktiemarknaden inte klarar att skilja dålig management från långsiktiga satsningar har ett land ett problem. En "raider" kan tjäna långsiktiga pengar på att ta över företaget och driva det vidare, eller snabba pengar på att avveckla de förlustbringande, långsiktiga satsningarna. Om den reala räntan är för hög i ekonomin kan kortsiktiga satsningar tvingas fram i industrin. Om den är för låg kan slarv och dålig management möjliggöras under långa perioder. Ett argument som ibland hörs är att långsiktighet endast kan uppnås i den komplicerade verklighet som industrin representerar om kompetens och stora privata förmögenhetsinnehav sammanfaller.

4.3 Marknadsmisstagen på 70-talet

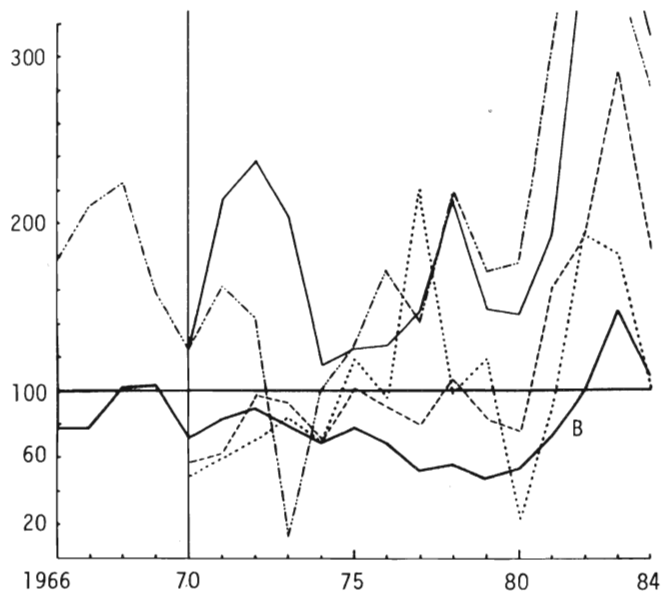
Värderingen av börsföretagens substanser under efterkrigstiden ger en första illustration till den problematik vi berört. Fram till 60-talets mitt speglades industrins optimism i högt värderade substansvärden. Två förändringar började göra sig gällande under 60-talet, dels en ändrad inriktning av skattelagstiftningen och senare politiska hotbilder mot äganderätten, dels en begynnande försämring av svensk industris internationella konkurrensposition. Efter mitten av 60-talet blev därför substansvärdena allt lägre värderade. "Oljekrisen", och flera år av extremt låga lönsamhetstal

medförde under 70-talets sista år ohållbart låga aktievärden. Det som är märkligt är att de politiker som predikat behovet av att samhället tar ett aktivt ägaransvar i industrin och att en jämnare förmögenhetsfördelning åstadkoms inte förstod att de med dessa åtgärder hade lagt grunden för extrema möjligheter till snabba, privata förmögenhetsklipp. Först hade fastighetsmarknaden på grund av inflation och beskattningsregler möjliggjort en betydande basfinansiering. De som på grund av insikter och erfarenheter förstod hur prisbildningens komplicerade mekanismer fungerade i detta ojämvtillstånd flyttade under 70-talets sista år sina fastighetsförmögenheter till den undervärderade aktiebörsen (se figurerna I:3 och II:12)¹², som då ytterligare stimulerades av skattefondernas införande. En värdeexplosion inträffade.

På en väl fungerande aktiemarknad hade den häftiga värdeutveckling som skedde efter 1979 inte kunnat äga rum därför att priserna hela tiden gradvis anpassats mot sina rätta värden. De möjliga, snabba vinsterna hade av konkurrensen hållits små. Man kan därför säga att "hajarna", som etablerar sig för att tjäna stora och snabba pengar i en dåligt fungerande marknad, om de är tillräckligt många, fyller den sanerande funktionen att rätta till prisstrukturen.

Varför stimulerade den under nästan hela 70-talet kraftigt "felvärderade" svenska aktiemarknaden inte en intensivare substansvärdejakt i Sverige? Ett skäl kan vara att verksamheten skedde i smått och i skymundan, så att den inte uppmärksammades, men att den inte var tillräckligt omfattande för att rätta till priserna. Ett annat skäl kan helt enkelt ha varit dåliga institutionella och innovativa initiativ på aktiemarknaden. Ett tredje, och kanske det viktigaste skälet är att en betydande del av den sanerande verksamhet vi talat om ägde rum inom ramen för storföretagens organisation. Flera svenska storföretag har sedan 60-talets slut aktivt köpt och sålt bitar i företag och hela tiden organiserat om sig för att uppnå stordriftsfördelar i FoU, marknadsföring och tillverkning, eller köpt upp innovativa småföretag, som inte själva kunnat klara kommersialiseringen av sina idéer och uppfinningar.

Figur II:12 Kvoten mellan marknadsvärde och substansvärde (q-värde) hos de större börsföretagen samt fyra forskningsintensiva tillväxtföretag 1966-84



Anm: Kurvan B visar genomsnittet för de större börsföretagen. Endast ett av de fyra tillväxtföretagen redovisas före 1970. Observera också att för två företag värdena 1982-83 inte markerats. Marknadsvärdet var dessa år mellan 4 och 5 gånger så högt som substansvärdet.

Källa: Specialstudie av Thomas Lindberg.

En långsiktigt rättvisande värdering av företagens substansvärden är viktig för att en smidig och tillväxtbefrämjande strukturomvandling skall äga rum. Detta kräver en bred, differentierad och professionellt långsiktig aktiemarknad. Det är förmodligen inte så att institutionaliseringen av aktiemarknaden befrämjat denna utveckling. I betydande utsträckning har företagen själva, genom att organisera om sig som finansiella institutioner tagit över (internt) vissa av de funktioner som man väntar sig att finna på en fungerande aktiemarknad. Denna fråga, om företagens förändrade inriktning och kapitalstruktur, diskuteras i nästa avsnitt. Vi konstaterar dock i detta avsnitt också att den förskjutning mot mjukt och i företagens balansräkningar icke aktiverat kapital (t ex produkt- och marknadsföringskunnande) kommer att ställa ökade krav på aktiemarknaden som finansieringskälla. En växande och mer differentierad aktiemarknad är därför ett nödvändigt inslag i framtidens industrifinansiering. Detta kommer att kräva en aktiv entreprenörinsats från näringslivet, men även en skattelagstiftning, som inte diskriminerar vissa ägarkategorier (se Södersten-Lindberg, 1983, samt specialstudie VI).

4.4 Ligger marknaden rätt nu?

Den tidigare diskussionen understryker hur viktigt det är att aktiemarknadens institutioner på ett kompetent och långsiktigt sätt värderar företagen rätt. Det är viktigt att en bred och fungerande aktiemarknad växer fram. Denna "uppmaning" riktar sig i högre grad till näringslivet än till statsmakten. Den senares uppgift måste i huvudsak vara att undvika tillfällig och dåligt genomtänkt lagstiftning som snedvrider prisbildningen på aktiemarknaden medan det för näringslivet gäller att både ta konstruktiva initiativ och via ett föredömligt, långsiktigt uppträdande skapa förtroende för aktiemarknaden som institution. Mot bakgrund av den långvariga undervärderingen av börsens substansvärden under större delen av 70-talet frågar man sig om företagens nuvarande börsvärden - efter den häftiga uppgången sedan 1979 - inte ligger långsiktigt för högt. Hur uthålliga är de nuvarande aktiekurserna sett som ett aggregat?

Det är av naturliga skäl omöjligt att ge ett klart besked på denna punkt. Att kursutvecklingen stagnerat sedan 1983 är en signal på viss "överskjutning". Men att kurserna inte rasat är förmodligen ett tecken på att överskjutningen varit måttlig. Som visas i Lindbergs specialstudie har kursuppgången i stora drag motsvarats av en vinstuppgång. Detta gäller även i en internationell jämförelse. Vi konstaterar från Söderstens specialstudie att lönsamhetsuppgången 1983/84 innebar en real och reell höjning av driftsresultaten, till skillnad från oljekrisen 1973/74 - och förmodligen även Korea-kunjunkten 1951 - då hela höjningen utgjordes av tillfälliga lagervinster. Uthålligheten hos de nuvarande kurserna beror därmed på hur uthållig den nuvarande förräntningsnivån på produktionskapitalet är. Vad gäller de enskilda företagen kan man naturligtvis vänta sig ett mycket olikartat utvecklingsmönster. Men för hela industrin beror prognoserna på i vilken utsträckning man med hjälp av ekonomisk politik lyckas hålla det allmänna kostnadsläget i schack. Det är intressant att ställa sig frågan i vilken utsträckning aktiemarknaden är professionell nog att ta hänsyn till möjligheten av en för snabb löneutveckling 1986 och 1987, samtidigt som den internationella efterfrågan sjunker.

Om börserna fungerar, som den allmänt anses fungera, dvs kortsiktigt, skulle ett kursras följa på en ny "kostnadskris", även en mindre sådan, men först när den hunnit en god bit på väg. Vår analys pekar som vi tidigare nämnt på att en mindre kostnadskris inte kan uteslutas. Det beror helt på hur lönebildningen på arbetsmarknaden kommer att utveckla sig (se kapitlen I och VI) hur allvarlig en sådan kris blir. Om aktiemarknaden fungerar på det professionella sätt som vi efterlyser, skall emellertid en mindre sådan kostnadskris redan vara diskonterad i aktiekurserna, så att vägen är förberedd för en stadig uppgång i takt med att industrins vinster fortsätter att stiga, om kostnadskrisen uteblir.

5 Kapitalets förändrade karaktär - kunskapens betydelse

Industrikapitalet håller på att ändra karaktär i Sverige. Utvecklingen markerar kunskapskapitalets växande betydelse och industriföretagets ökande roll som serviceinriktad informationsanvändare (se De svenska storföretagen, IUI, Stockholm 1985). Det är viktigt att poängtera denna förvandling i industrins produktionsutrustning, dels därför att det nya kapitalet kräver nya finansieringsformer, dels därför att den sätter industriföretagets icke tillverkan- de funktioner (särskilt bank-, investment- och försäkringsverksamheter) i centrum, någonting som i hög grad påverkar industriföretagets institutionella definition. En diskussion om denna problematik återfinns i Pousette-Lindbergs specialstudie.

Den drivande kraften bakom förändringar och framgångar är tillgången på industriell kompetens och resursfördelningen via kapitalmarknaden. Men den möjliggörande kraften är människorna själva och de kunskaper de besitter. Vad de nya formerna för kapitalbildning innebär är att kapital, individer och institutioner kommer att bli allt svårare att särskilja.

5.1 Vi investerade oss in i, och konkurrerades ut ur krisen

Industriföretagens konkurrensbestämmande faktorer har stadigt förskjutits från maskintung tillverkning, via den yrkesskickliga arbetskraften, mot informationstät produktion. Detta mönster kan sammanfattas från en rad IUI-studier. Denna utveckling speglas även i kapitalbildningens sammansättning (se tabell II:3), i vilken det mjuka kunskapskapitalet dominerar bland våra storföretag. De utgör jättelika, internationella marknadsföringsorganisationer som utvecklar och tillverkar produkter.

Denna utveckling mot en produktbaserad industri, som väsentligen ägnar sig åt tjänsteproduktion, är ett resultat av den framväxande verkstadsindustrin. Överföring av resurser från de tidigare dominerande basindustrierna till de växande verkstadsföretagen har i

Tabell II:3 Investeringar^a i de 5 och de 37 största utlandsetablerade koncernerna 1978

Företagen rankade efter antal utlandsanställda
Procent

	De 5 största koncernerna		De 37 största koncernerna	
	Hela koncernen	Utlandsverksamheten	Hela koncernen	Utlandsverksamheten
FoU	25	10	21	6
Maskiner och anläggningar	45	41	52	42
Marknadsföring	30	49	27	52
Totalt	100	100	100	100

^a Marknadsföringsinvesteringar och FoU-investeringar är mätta från kostnadssida.

Källa: De svenska storföretagen - en studie av internationaliseringens konsekvenser för den svenska ekonomin, s 53, IUI, Stockholm 1985.

vårt land skett relativt smidigt. Vår hypotes är att detta lyckosamma förhållande speglar den speciella kompetens som ligger i en väl organiserad privat ägarfunktion.

Resursöverföringen mellan företag har, som nämnts, under hela efterkrigstiden motverkats av ett strukturkonserverande bolagsskattesystem i kombination med kreditmarknadsregleringar. Bolagsskatten har gjort det mer lönsamt att plöja ned interna vinster i den egna, ibland lågräntabla rörelsen än att ta ut pengarna, få dem beskattade, och föra återstoden över marknaden till andra ekonomiskt högräntabla verksamheter. Kapitalmarknadsregleringen gynnade, ända tills den bröts sönder av den internationella finansutvecklingen, klart de redan stora företagen och därmed kring 60-talets mitt i hög grad anläggningstunga basindustrier.

70-talets första "oljekris" inleddes med en våldsam nominell vinstboom i basindustrin. Ett väldigt kassaflöde måste disponeras före

skatt av nu optimistiska företagsledare, som äntligen såg vinster-
na komma, och som trodde på framtiden. En våldsam investerings-
boom följde i basindustrin. Massa, papper, gruvor, standardstål
och skeppsvarv gick in i 70-talets andra hälft med moderna till-
verkningsanläggningar, som kostnadseffektivt kunde leverera till
marknader som i flera fall hade försvunnit. Produktion av stora
tankers, som Sverige specialiserat sig på, är det bästa exemplet.
Nästan 15 % av industrin mätt i sysselsättningstermer (se Att
välja 80-tal, IUI, Stockholm 1979, avsnitt 6.6) skulle ha gått i
konkurs under loppet av en kortare tid än ett år om inte stats-
makten ställt väldiga belopp till dessa industriers förfogande (se
specialbilaga av Örtengren). Vi hade effektivt investerat oss in i
krisen. Utan de höga lagervinsterna 1973/74, utan dessa investe-
ringar och utan de följande subventionerna hade färre människor
funnits i basnäringarna 1976 och förutsättningarna för tillväxt i
resten av industrin hade varit bättre.

Hur kom det sig att vi efter 70-talets erfarenheter, när maskin-
och anläggningsinvesteringarna började sjunka i början av 80-talet
fick en debatt om att vi skulle investera oss ut ur krisen?

5.2 Företagen som finansiella institutioner

Samtidigt som uppmärksamheten riktades mot krisindustrierna
skedde en snabb omvandling hos den övriga industrin, mot ökade
marknadsföringssatsningar, inte minst i utlandet, och en mer inten-
siv produktförnyelse - allt grundat på den breda kompetens som
byggts upp under hela efterkrigstiden. En renoverad industristruk-
tur - utanför krisindustrin - hade konkurrerats och forskats fram
vid slutet av 70-talet.

Den förändrade kapitalstrukturen hos "det moderna företaget" in-
nebar en helt ny typ av finansiell interaktion med kapitalmarkna-
den.

Företagsorganisationen var mer att betrakta som en finansiell

paraplyorganisation än - som tidigare - ett knippe tillverkningsanläggningar. Det självklara kravet för ökad produktion var inte längre mer tillverkningsutrustning. Kapitalbildningen var produktinriktad med snabbare omsättningshastighet hos kapitalet än i de tidigare fabrikskomplexen. Risken var större och förnyelseförmågan viktigare.

Detta innebar, som vi tidigare påpekat, att aktiemarknaden ökat i betydelse som finansiär på kapitalmarknaden, medan obligationsmarknaden, som dominerade under 60-talets till synes problemfria tillväxt, fått en mer undanskymd roll. Aktiemarknaden hade blivit viktig både som ett instrument för ägarfunktionens utövande och som finansieringskälla för den mer "riskintensiva" kapitalbildningen.

Kapitalmarknadens traditionella institutioner har inte varit formade för att hantera de finansieringskrav som följde med den industriella förvandlingen under 70-talet. De var fortfarande klavbundna av existerande regleringsorgan. En intensiv, institutionell förnyelse begynte redan under 70-talet för att klara de nya finansieringsbehov som följde med de växande statliga budgetunderskotten. Den har fortsatt i rask takt under 80-talet när det gäller formerna för näringslivets finansiering. På 80-talet har vi vad vi inte hade i början av 70-talet, nämligen en kreditmarknad. Det är sannolikt att existerande regleringsorgan på kreditmarknaden inte bara kommer att förlora överblicken och kontrollen över vad som håller på att hända med kreditsystemet utan även kommer att begära ny lagstiftning och nya befogenheter för att återfå greppet. Om detta inträffar är det viktigare att först ifrågasätta behovet av dessa regleringsorgan, eftersom en innovativ nyordning av hela kreditsystemet, vars detaljer - om ens huvuddragen - ej kan förutses, verkar vara mycket viktig för den framtida industriella utvecklingen.

Men de för industrin viktigaste institutionerna för långsiktig finansiering är förmodligen industriföretagen själva. Storföretagens interna bankverksamhet har under senare år expanderat kraftigt i

syfte att kunna hantera den större och förändrade risk som är förenad med de nya formerna för kapitalbildning, för att kunna kringgå bolagsskattens och regleringarnas inlåsnings effekter samt för att kunna utnyttja de högre förräntningsmöjligheter som finansiella investeringar tidvis erbjuder. De senare hänger intimt samman med inflationen.

Att somliga företag finner det mer lönsamt att sätta in pengar på banken än att investera är normalt, eller bör vara normalt, om företaget ej har egna, lönsamma investeringsobjekt. I så fall är det bättre att kassaflödet från gamla investeringar tar vägen över banksystemet eller aktiemarknaden till andra mer lönsamma företag.¹³ Problemet är att vårt bolagsskattesystem motverkar denna omfördelning av resurserna (se specialstudie VI) och att detta har påverkat produktionstillväxten negativt under 70-talet, dvs under ett decennium när konkurrensförutsättningarna i världen ändrades på ett väsentligt sätt.

Den intressanta och viktiga observationen för detta kapitel är dock att den förändrade teknologin - mot en ökad betydelse för mjukare former av kapital - i kombination med en ökad ekonomisk osäkerhet (allt annat lika) premierar finansiell skala på företagens verksamhet och gör företagens interna kapitalallokering till ett för den industriella tillväxten centralt effektivitetsproblem.

5.3 Hur allokeras det industriella kunnandet?

Konsten att driva stora företagsorganisationer effektivt är förmodligen den viktigaste produktionsfaktorn i en avancerad industriell ekonomi. På denna produktionsfaktor har vi ingen statistik. Vi vet bara att den existerar genom att titta på andra länder där den saknas och där även stora företag saknas. Frågan handlar i grunden om den optimala storleken på företaget. Vi konstaterar här att en rad "konflikter" konstituerar bestämningen av de optimala företagsorganisationerna. Medan stora affärsorganisationer erbu-

der finansiella skaleffekter och trygghet i den långsiktiga planeringen samt möjlighet till långsiktigt handlande, följer ofta byråkratisering, stelhet och dynamisk ineffektivitet. Innovationer och goda idéer dör i den administrativa hanteringen. Avsaknaden av marknadsinformation gör att den interna kontrollen försvåras och den kortsiktiga effektiviteten blir lidande osv. (Se vidare Hur styrs storföretagen?, IUI 1984.)

Eftersom produktivitetens utvecklingen och överlevnadsförmågan hos en affärsorganisation långsiktigt bestäms av den interna förmågan till strukturomvandling, omkombinering mot bättre affärslösningar och anpassning mot nya tekniker, produkter och marknader uppstår frågan under vilka organisatoriska former alla dessa egenskaper bäst förenas.

Även om 70-talets ökade osäkerhet premierat storlek i meningen finansiell skala, så behöver inte detta gälla 90-talet. De stora företagen med mogna produkter har lyckats bra i Sverige. De stora företagen i USA har inte lyckats lika bra. Varför? Är organisation och styrsystem annorlunda utformade i Sverige, eller observerar vi enbart ett tillfälligt resultat av 1982 års stora devalvering?

Ett litet företags värde bestäms i hög grad av den lilla grupp människor som representerar företagets idéer och kunnande. Försvinner några centralfigurer ur ledningen, rasar ofta värdet av företaget. I tider av ökad och föränderlig, global konkurrens på grund av teknikutvecklingen blir detta allt mer betydelsefullt även för storföretagen. Medan svensk basindustri under 70-talet förlorade sina "råvaruräntor" och därmed stora delar av sitt marknadsvärde, har ett flertal kunskapsintensiva företag växt fram, vars marknadsvärde inte står i proportion till de samlade substansvärdena av maskin- och anläggningsinvesteringar (jfr teknikföretagen i figur II:12). Nya "räntor" grundade på kunskap har uppstått.

En viktig del av företagsledarfunktionen är att attrahera industriellt kunnande eller att hålla kvar industriellt kunnande inom

organisationen. Detta blir allt svårare om (1) de människor som står för kunnandet inte i motsvarande mån för egen del får behålla avkastningen på sitt kunnande och om (2) dessa människors kunnande har stora alternativvärden utanför organisationen. Att detta är en realitet att ta hänsyn till visar utvecklingen mot institutionell fragmentering, bl a hos elektronikindustrin i USA (jfr kapitel VII).

Den slutsats som växer fram ur denna avslutande diskussion är att nya former av kapitalbildning kommer att öka riskkapitalets betydelse i framtidens industri. Detta innebär att aktiemarknaden kommer att bli allt mer betydelsefull. Aktiemarknaden är den enda finansiella marknad som effektivt kan förena kompetens, resurser och finansiellt risktagande av den enkla anledningen att den bygger på ett industriellt belöningsystem som har förmågan att hantera en mångfald olika typer av ständigt föränderliga organisatoriska lösningar. Om detta är en riktig bedömning följer omedelbart frågan om inte den pågående institutionaliseringen av aktiemarknaden mot "absentee ownership" kommer att slå en kil mellan finansärer och kompetens som ej är bra för vare sig aktiemarknadens eller företagets långsiktiga utveckling.

6 Industribanker eller industripolitik - vad kan staten göra?

6.1 Vem bedriver industripolitik?

Under Sveriges långa industrialiseringsfas bedrev i tur och ordning kungen, de stora handelshusen och affärsbankerna vad som i dag skulle kunna kallas industripolitik. Inriktningen hos det sena 1800-talets "industribanksgrupper" var till hundra procent affärsmässig, och långsiktig. Långsiktigheten byggde därvid på ett förtroende för det existerande regelsystemet i så måtto att man kände sig säkra på att verkligen få behålla vinsterna från lyckosamma långsiktiga satsningar samt på att de stora finansiella resurser som fordrades kunde koncentreras till några få, större satsningar i taget. Effektiviteten byggde sannolikt till stor del på samman-

kopplingen av brett industriellt kunnande och bankverksamhet, ofta via ett gemensamt ägande.

Nu mera omöjliggör lagstiftningen för affärsbankerna att direkt fungera som industribank i denna bemärkelse. I deras ställe har de stora industriföretagens interna bankverksamhet växt i omfattning och i många fall kommit att i begränsad utsträckning fungera som de gamla industribankerna. Det som skiljer de stora företagen från de gamla, lösare sammanfogade bankgrupperna, är den hårdare, administrativa styrningen och därmed en hårdare knytning av resursfördelningen till företagets huvudsakliga produktion, någonting som erfarenhetsmässigt ej befrämjar företagets förmåga att förnya sig (se vidare Hur styrs storföretagen?, IUI 1984).

6.2 Finns en kapitalmarknad?

Denna långtidsbedömning handlar om betydelsen av att marknadsmässighet och långsiktighet återställs i den svenska ekonomin. Svaret för detta faller i stor utsträckning på den politiska makten, men det är genom kreditsystemet och räntebildningen som långsiktigheten effektueras i form av beslut. Få marknader är i så stort behov av "översyn" som kapitalmarknaden, särskilt aktiemarknaden. Den översyn vi talar om handlar dock inte om mer lagstiftning, etik eller om bättre offentlig insyn. Det är i stället mindre utredande och färre regleringar som behövs för att nya lösningar på näringslivets finansiering skall få tillfälle att prövas relativt fritt. Två slutsatser av speciell relevans för aktiemarknaden dras i denna studie. En ökad andel nya former av kapitalbildning medför för det första att produktivitetstillväxten i näringslivet kommer att kräva större volymer riskkapital. För att inte resurserna skall allokeras fel, med lägre produktivitetstillväxt som följd, måste för det andra aktiemarknaden ha kompetens, kapacitet och möjlighet att effektivt sortera fram resurserna till de rätta projekten och bort från de mindre lönsamma verksamheterna. Det är med andra ord viktigt att åstadkomma en bredba-

sig marknadsmässig handel i företagsvärden i Sverige. Det bör finnas många indirekta arrangemang med vars hjälp problemet att förena ägande, industriell kompetens och bankverksamhet kan lösas på ett ur samhällets synpunkter acceptabelt sätt. Det absolut viktigaste är dock att företagsbeskattningen reformeras så att vinsterna i stagnerande företag kan tas ut ur företagen och fördelas om över marknaden utan prohibitiv avskattning. Medan skattelagstiftningen har hållit tillbaka enskilda sparare och privata förmögenhetsägare, har den samtidigt stimulerat en institutionalisering av aktiemarknaden (se Södersten-Lindberg, 1983). Detta är visserligen ett problem som Sverige delar med flera andra industriländer, men det är inte en bra väg att uppnå en bättre marknadsfunktion när det gäller riskkapitalets allokering.

Från det privata näringslivets sida handlar det om att svara upp med en mer aktiv entreprenöranda. Flera årtionden av reglering av kreditsystemet har förmodligen effektivt bedövat innovatörerna inom denna del av näringslivet. I detta avseende kan man konstatera att internationaliseringen av industriländernas kreditsystem, i kombination med 70-talets "strukturkriser" och växande offentliga budgetunderskott, vitaliserat kreditlivet i Sverige. I betydande utsträckning har dessutom - som nämnts - de stora företagen redan gått in på aktiemarknaden som finansiella institutioner, som blivit snarlika "industribanker". De stora företagen har kapacitet att internt samla vinsten från ett stort antal aktiviteter och internt fördela om dem som obeskattat riskkapital (sparande). En effektiv skötsel av företagsdriften kommer dock lätt i konflikt med den strukturella förnyelsen av en heterogent sammansatt grupp företag, vilket var "industribankens" kännetecken. Man kan också tillägga att de stora industriföretagens inträde som "banker" på kreditmarknaden innebär både en differentiering av marknadsfunktionerna och en självreglerande konkurrenskontroll mot för stor ackumulation av makt hos några få institutioner.

Det behövs ofta stora resurser för att kunna finansiera storföretagens satsningar på produktutveckling och marknader, om pengarna inte kan tas fram internt i rörelsen. Men om resurser finns i rö-

relsen bör deras användning först prövas på en bredare marknad än företagens interna aktiviteter och idéer. De gamla industribankerna åstadkom en sådan breddning och de var särskilt viktiga i tider när en fungerande aktiemarknad inte fanns. Men på en mycket bred aktiemarknad, dominerad av stora institutionella placerare sprids å andra sidan kompetensen för tunt. Den tenderar framför allt att bli kortsiktig. Denna situation kan inte vara ändamålsenlig. De gamla institutionerna är hårt reglerade, medan företagen måste köpa upp varandra för att resurserna skall kunna utnyttjas internt utan beskattning. Samtidigt är nyetableringen inom övriga områden helt fri så länge inte inlåning från allmänheten tillgrips, och där har uppfinningsrikedomen varit livlig men resurserna av betydligt blygsammare snitt. Det sätt på vilket aktiemarknaden i bred bemärkelse anpassar sig för att möta företagets krav på finansiell service kommer sannolikt att på ett avgörande sätt påverka den industriella utvecklingens dynamik i framtiden.

Fortfarande gäller dock att kreditsystemets agenter inom varje land i stora drag kan klassificeras enligt uppställningen i tabell II:1. Denna uppdelning har också utgjort själva grunden för den centrala statsmaktens ambitioner att påverka resursanvändningen i en ekonomi. Dessa möjligheter håller nu av samma skäl snabbt på att elimineras i flertalet industriländer. Finansieringen av de offentliga underskotten och den externa skuldsättningen kräver dessutom en anpassning av det interna kreditsystemets prissättning till internationella räntor. Inom detta område har en institutionell och kreditteknisk innovationsförmåga av hittills oantat slag också svarat upp mot dessa behov.

De stora finansieringsbehoven från den offentliga sektorn och utrikesbalansen kommer enligt analysen i övrigt i denna skrift att vara med oss länge. Nya behov kommer dessutom att uppstå i näringslivet, om den önskade, snabba produktionstillväxten kommer igång.

Om lösningen innebär att industriföretag, finansbolag och andra

marknadsorganisationer därmed institutionellt flyter samman och att både traditionell penningpolitik och traditionell regleringspolitik därmed försvåras, måste dock vara en underordnad fråga.

6.3 De fem kritiska variablerna

Nya kapitalformer, behovet av långsiktighet och en större, stabilare och effektivare aktiemarknad har varit nyckelord i diskussionerna ovan. Dessa knyter an till de fem storheterna i figur II.2.

Vår diskussion har hittills lett fram till slutsatsen att förmågan att på bred front förränta kapitalet i industrin i nivå med de internationellt satta förräntningskraven avgör den ekonomiska tillväxten. Först kommer alltså kravet att denna förmåga de facto finns i tillräcklig utsträckning. Detta är i första hand en fråga om den industriella marknadsmiljön i ett land. Finns inte kunnandet, hjälper det inte att satsa pengar.

Värdesätts det industriella kunnandet tillräckligt i Sverige för att vi skall få ett tillräckligt stort utbud av "industrialister"? Ägarfunktionens utövande och aktiemarknadens organisation som belöningssystem är ett inslag i denna bild. Statsmaktens förmåga att påverka kunskapsuppbyggnaden i industrin, utöver att påverka den politiska miljö i vilken företagen arbetar, är mycket begränsad. Utbildning är ett exempel (som vi ägnar nästa kapitel åt), även om det viktigaste kunnandet tycks byggas upp på arbetsplatserna.

Lika viktig som tillgången på kunnande är dock att resurserna kanaliseras dit där kunnandet finns, dvs att marknadsmässighet i kreditförmedlingen föreligger. Vi talar nu om sambandet mellan kompetensen, investeringarna, och spararnas förräntningskrav som det kommer till uttryck via räntebildningen i figur II.1. Problemet att få fram pengar till de långsiktiga satsningarna i ekonomin har alltid varit stort under olika länders industrialiseringsfaser. Här har det också mankerat betänkligt under efterkrigstiden på områden där statsmakten haft ett avgörande inflytande. Infla-

tionen och skatterna är sådana störande faktorer, som har en tendens att styra resurserna bort från de investeringar som ger en långsiktigt stabil produktionstillväxt.

6.4 Långsiktighet genom en breddad aktiemarknad - slutsatser om politiken

Den industriella utveckling som vi förutser bygger på nya former av kapital och kommer att kräva en ökad andel långsiktig riskfinansiering av den typ som aktiemarknaden i princip tillgodoser.

För att möjliggöra detta krävs i första hand ändrade skatteregler som gör aktiefinansieringen till en någorlunda billig finansieringsform, som förmedlas av en mångfald institutioner och individer med bred industriell kompetens, utan att speciella skattebefriade institutioner behöver komma in i bilden. Det är nämligen viktigt att industriell kompetens kopplas direkt till finansieringen, och denna finns normalt inte hos de stora, skattebefriade institutionella placerarna. Exakt hur denna koppling skall etableras kan vi idag från forskningens utgångspunkt inte säga mycket om. Lösningarna måste få provas fram. Det är därför som de hinder som lagstiftning etc idag lägger på experimenterande verksamhet på kreditmarknaden bör ifrågasättas. Likaså förutsätter en effektiv riskkapitalförsörjning att neutraliteten i bolagsbeskattningen återställs såväl vad gäller sparandet som valet av finansieringsform och investeringsobjekt. Det är emellertid naivt att tro att ändamålsenliga lösningar på detta organisatoriska problem skall kunna prövas utan att vägen kantas av misslyckade försök.

Om en ökad andel av samhällets totala sparande kommer att styras över aktiemarknaden i form av riskkapital, kommer konkurrensen om sparandet att hårdna. Särskilt drabbar detta statens och hushållens upplåning, men de privata spararna får i stället bättre betalt för sin insats. Vi har redan konstaterat att detta är en nödvändig förutsättning för att den totala ekonomiska balansen, som kräver ett bättre ekonomiskt utnyttjande av samhällets totala sparanderesurser, skall återställas.

NOTER

¹ Den första, omedelbara konsekvensen av statsfinansernas växande obalans har varit ett ökat efterfrågetryck på kapitalmarknadens resurser (se tabell II:1) och som en konsekvens härav förmodligen (se specialstudie VI) en räntepådrivande effekt, som i sin tur vidarebefordrats i form av höjda förräntningskrav i företagen. Först sänktes med andra ord förräntningskraven och nu höjs de på grund av de obalanser som en slarvig hushållning med landets kapitalresurser skapat. Vilka konsekvenser en sådan utveckling - om den får fortsätta - kommer att få för den institutionella organisationen av den svenska ekonomin diskuteras i kapitel VII.

Eftersom i denna situation efterfrågan på varor och tjänster inte hållits tillbaka genom en stram finanspolitik, har en växande obalans i rikets utrikesaffärer uppstått. Utlandsskulden har vuxit. För svenskt vidkommande har detta inneburit att den internationella räntenivån allt hårdare etablerats i den svenska ekonomin. Den starka tendensen hos den svenska räntan att lägga sig över den motsvarande internationella nivån (se figur II:8) markerades särskilt i maj 1985 när Riksbanken tvingades höja diskontot med två procentenheter. Denna tendens kommer på samma grunder att fortsätta att göra sig gällande om utlandsskulden tillåts fortsätta växa snabbare än BNP (se Lars Oxelheims specialstudie). Denna utveckling har varit ännu mer markerad i den danska ekonomin, som haft ett större och långvarigare problem av samma slag.

Detta innebär att det är de internationella finansmarknaderna som i dag sätter basräntan i det svenska kreditsystemet, och att kreditpolitiken har en ytterst liten marginal nedåt att röra sig inom. Risker är stor för att en stor marginal uppåt måste hållas för att mota de valutamässiga konsekvenserna av en odisciplinerad finanspolitik.

² Se De svenska storföretagen, IUI, Stockholm 1985. Det är intressant att här erinra sig observationen från institutets LB79 (se IUIs Att välja 80-tal, särskilt kapitel I), nämligen att det väldiga tillskott av subventioner som gick till krisindustrier delvis användes till finansiering av låglönsamma investeringar och förlustobjekt. Medan å ena sidan växande osäkerhet och upptrissade löner ("kostnadskrisen") höll tillbaka investeringarna i "framtidsindustrier", så formligen östes billiga pengar av statsmakten in i kommersiellt helt omöjliga verksamheter. Subventionerna till industrin var under flera år större än de samlade investeringarna i maskiner och anläggningar.

³ Se Eliasson, 1972a, pp 37-38.

⁴ Det är lätt att peka på att den interna förnyelsen inte fungerar så bra under vissa ägarkonstellationer, t ex i krisföretagen (se Örtengrens specialstudie).

5 Marknadssystemets förespråkare brukar därför ofta oroas över brist på nyföretagande.

6 Detta avsnitt bygger direkt på Jagréns specialstudie.

7 Se Industriell utveckling i Sverige. Teori och verklighet under ett sekel, IUI, Stockholm 1980.

8 Det är intressant att notera att det bl a är dessa stödföretag som konkurreras ut i de modellsimuleringar över den närmaste 10-årsperioden, som kommer att redovisas i kapitel VI - om de lämnas utan subventioner. Detta kan vara ett lämpligt memento för den politik som skall föras om den goda konjunkturen vänder 1986.

9 Denna slutsats stöds indirekt av observationen i nästa kapitel (avsnitt 2), att en historisk komplementaritet föreligger mellan installerat kapital och antalet ingenjörer i produktionen. De senare representerar då "kunskaper".

10 Tyvärr fanns statistik över industrins investeringar i maskiner och anläggningar inte tillgängliga för OECD-Europa alla år.

11 Se Economic Growth in a Nordic Perspective, IUI m fl, Stockholm 1984, särskilt chapter I.

12 Se även Att välja 80-tal, IUI, Stockholm 1979, s 204-210, där detta problem påpekas, samt specialstudie av Lindberg.

13 Det bör i detta sammanhang erinras om att denna mekanism fundamentalt missuppfattades av 60-talets makrostyrda ekonomiska analys. Man oroade sig intensivt för den fallande självfinansieringsgraden i hela industrin (se figur II:6A). Man uppmärksammade dock inte att den industri som hade den högsta självfinansieringsgraden var textilindustrin, som då hade mindre goda framtidsutsikter och på goda grunder lät bli att investera, samt "tog ut" pengar i stället.