

NATIONALEKONOMISKA FÖRENINGENS

sammanträde, tisdagen den 28 november 1972

Ordförande: Direktör Stig Svensson

INDUSTRITILLVÄXT OCH KAPITALTILLFÖRSEL

Inledare: Ekon. dr. Lars Wohlin och Professor Erik Dahmén

Lars Wohlin: Dagens diskussionsämne: "Industritillväxt och kapitaltillförsel — en politisk målkonflikt?" är främst föranledd av det utredningsförslag som kapitalmarknadsutredningen lagt fram i höst om en fjärde AP-fond, som skall ha till uppgift att köpa aktier. Avsikten är att diskutera detta förslag mot bakgrund av den allmänna diskussion som förts om industrins låga lönsamhet och bristande investeringsvilja, och oviljan att med generella medel förbättra lönsamheten med hänvisning till målsättningen om ökad inkomst- och förmögenhetsutjämning. Erik Dahmén och jag har försökt göra en viss uppdelning av ämnet så att jag inleder med en redogörelse för vissa viktiga drag i utvecklingen av industrins räntabilitet och kapitalförsörjning sedan mitten av 1960-talet. Jag skall också söka kvantitativt belysa storleksordningen på industrins kapitalförsörjningsproblem i förhållande till AP-fondens årliga placeringstakt och i relation till den totala förmögenhetsbildningen i landet.

Erik Dahmén kommer huvudsakligen att uppehålla sig vid en analys av vad inrättandet av en fjärde AP-fond skulle få för effekt på företagets räntabilitet och investeringstakt. Jag förmodar att han också kommer att beröra effekten på förmögenhetsfördelningen.

Utgångspunkten för min analys är det välkända förhållandet att Sverige sedan mitten av 1960-talet haft en sjunkande kapitaltillväxt inom industrin. Bruttoinvesteringarna har stigit långsamt. Utslagnings-takten av kapital har stigit. Kapitaltillväxten har därför enligt de beräkningar som gjorts i långtidsutredningarna varit klart avtagande sedan mitten av 1960-talet.

Soliditeten har samtidigt minskat i svensk industri. Orsaken till denna nedgång är inte så alldeles lättförklarad. Man kan inte endast hänvisa till sjunkande självfinansieringsgrad. Frågan är varför företagen upprätthållit en så hög investeringstakt när det måst ske till priset av sjunkande soliditet.

För belysning av denna centrala fråga har jag från Skandinaviska Bankens bokslutsanalyser av börsnoterade industri- och handelsföretag sammanställt vissa siffror — tabell 1 — som nära följer den typ av sammanställningar professor Sven-Erik Johansson gjort i olika sammanhang. Beräkningarna skiljer sig dock i det avseendet att jag från skulderna har dragit korta kundfordringar. Orsaken är att det har skett en mycket kraftig ökning i kortfristiga kundfordringar och kundkrediter efter 1965. Denna expansion av företagens finansiella rörelse sammanhänger med att in- och utlåning för ett växande antal företag synes vara mer lönande än den reala rörelsen. Den kan också sammanhänga med att kreditmarknaden inte har fungerat tillfredsställande. Genom att därför netta dessa poster mot varandra undviker man att den uppblåsning av balansräkningarna som skett, sänker soliditetstalet på ett enligt min mening missvisande sätt. En del av soliditetsförsämringen, som man traditionellt mäter den, sammanhänger med den starka expansionen av in- och utlåningen hos företagen. Kundfordringar och leverantörsskulder har vuxit betydligt snabbare än det i företagen totalt arbetande kapitalet. Större delen av industrins in- och utlåning sker industriföretagen emellan — såsom bl a visades av Gunnar Eliasson i hans studie av kreditmarknaden.

Tabell 1. *Den finansiella utvecklingen i börsnoterade företag 1965—70*

Genomsnittlig årlig ökning.	Löpande priser
	%
Omsättning	8,2
Förädlingsvärde	9,3
Totalt arbetande kapital (exkl. korta kundfordringar)	8,4
<i>Skulder</i>	ca 14,0
"Främmande"	17,0
Pensionsskulder	8,1
Skattekrediter	ca 7,0
<i>Eget kapital</i>	5,8

Källa: Beräkningarna har baserats på Skandinaviska Bankens bokslutsanalyser av börsnoterade företag.

Av tabellen ser man att det egna kapitalet vuxit betydligt långsammare, vilket betyder att soliditeten försvagats. Beräkningarna har gjorts med hänsynstagande till utvecklingen av dolda reserver i lager, byggnader och maskiner, som de beräknats av Skandinaviska Banken.

I tabellen har jag också sökt skilja mellan olika slag av skuldsättning, dels sådana skulder som nära följer företagets tillväxt, såsom leverantörskrediter, skattekrediter och pensionskulder, dels "främmande" skulder till kreditmarknadsinstitutioner. Skulderna totalt har vuxit $2\frac{1}{2}$ gånger så fort som det egna kapitalet och det är de främmande skulderna som vuxit snabbast.

Man kan för det första notera att den sjunkande totalräntabiliteten skulle ha pressat ner räntabiliteten på eget kapital ännu mer om företagen inte genom att låna fått en större hävstångseffekt (leverage). Totalräntabiliteten ligger alltså högre än den genomsnittliga räntan på uppkommet kapital. Viljan att hårdare utnyttja leverage-faktorn till priset av den högre risk som är förenad med lägre soliditet behöver dock inte uppfattas som den primära drivkraften bakom den ökade skuldsättningen. Den ökade skuldsättningen kan i stället vara ett resultat av att företagen känt det nödvändigt att expandera för att inte riskera en allvarlig ytterligare sänkning av räntabiliteten. Detta skulle tyda på ett positivt samband mellan räntabilitet och tillväxttakt — åtminstone inom vissa gränser. En annan förklaringsgrund till den i förhållande till lönsamheten höga investeringstakten kan vara företagets vilja att överleva som självständiga företag. Man har investerat trots fallande räntabilitet på investeringarna.

Skattekrediterna har vuxit långsammare än det totala arbetande kapitalet. Detta sammanhänger med att många företag inte haft möjlighet att fullt utnyttja skattekrediterna och samtidigt upprätthålla utdelningen, när räntabiliteten blivit för låg.

Jan Södersten har visat i en uppsats i EFI-boken: Svensk Finanspolitik i teori och praktik, att den effektiva skattebelastningen, dvs den betalda skatten i procent av verklig vinst, ökar när räntabiliteten sjunker under en viss nivå. Högräntabla, snabbt expanderande företag har en lägre effektiv skattebelastning och snabbare växande skatte-kredit än ett företag med dålig lönsamhet. Det är således värt att notera att när lönsamheten och expansionstakten i svensk industri sjunker så stiger den effektiva skattebelastningen. Den stimulanseffekt på svensk industriell utveckling som liberala avskrivningsregler, extra avskrivningar och omedelbar avskrivning i samband med utnyttjande av investeringsfonder innebär, blir mindre vid sjunkande räntabilitet.

Allt fler börsnoterade företag har inte kunnat utnyttja dessa avdrag fullt ut under andra hälften av 1960-talet.

Även en sänkning av bolagsskatten får vid liberala avskrivningsregler och låg räntabilitet en begränsad stimulerande effekt på industriinvesteringarna. Dessa mer generella investeringsstimulerande medel har således successivt förlorat sin verkningsgrad. I syfte att hålla investeringsnivån och sysselsättningen uppe och för att mildra konsekvenserna av den sjunkande lönsamheten inom industrin har statsmakten gått in med en rad selektiva åtgärder, vars syfte — eller åtminstone effekt — varit att sänka kapitalkostnaden. Staten har försett företagen med kapital på förmånliga villkor. Även om syftet primärt inte varit att sänka kapitalkostnaderna för att mildra effekterna av en alltför hög kostnadsnivå, har detta de facto varit innebörden av den förda politiken. Man kan fråga sig av vem och på vilka villkor företagen har lånat upp det främmande kapitalet, som jag redovisade i tabell 1. Någon statistik från företagen finns inte. Jag har därför studerat de institutioner som bedriver utlåning till industrin.

Tabell 2. *Externfinansiering av svensk industri 1964—1971 exkl. "automatiska" krediter (leverantörsskulder, pensionskulder och skattekrediter). Nettobelopp, milj. kr*

	1964—1966		1969—1971	
	Genomsnitt per år	Andel i %	Genomsnitt per år	Andel i %
<i>Nyemissioner</i> ¹⁾		370		262
därav staten	0		43	10
<i>Ordinarie kreditmarknaden</i>				
obligationer	476		715	
affärsbanker	470		549	
Summa		946		1 264
Andel i %		62		50
<i>Specialutlåning</i>				
exportkredit	88		233	
industri- och företagskredit	87		222	
Sv. Investeringsbanken	—		253	
lokaliseringsslån	15		181	
Summa		190		889
Andel i %		13		35

<i>Bidrag</i>					
lokaliserings-					
bidrag	20		53		
utbildningsbidrag	3		22		
forskningsstöd ²⁾	—		21		
miljövårdsinveste-					
ringsbidrag ³⁾	—		36		
Summa		23	1	132	5
Summa		1 534	100	2 547	100

¹⁾ Exkl. nyemissioner i svenska företags dotterbolag i Sverige

²⁾ Lån och bidrag

³⁾ Beviljat

I tabell 2 redovisas förändringen i hela industrins externa kapitalförsörjning mellan åren 1964—66 och 1969—71. De tidigare omnämnda s. k. automatiska finansieringskällorna ingår inte. Det har skett en markant förändring av den relativa betydelsen av de olika slagen av finansieringskällor. Nyemissionernas andel av den externa kapitaltillförseln har sjunkit. De börsnoterade företagens nettotillförsel av kapital genom nyemissioner har sjunkit ändå mera. I förbigående är det av intresse att notera att de börsnoterade företagens nyemissioner under åren 1969—71 inte utgjorde mycket mer än hälften av de totala kontantemissionerna enligt den officiella statistiken. (Se tabell 3). De officiella uppgifterna om nyemissionerna överdriver tillskottet av riskvilligt kapital till industrin, eftersom en hel del utgörs av kontantemissioner av dotterbolag. Det är de icke börsnoterade privata, kooperativa och utländska företagen som svarat för en stor del av nyemissionsverksamheten. Under åren 1964—66 svarade nyemissionerna för ca 1/3 av de börsnoterade företagens ökning i eget kapital, men ca 10 procent åren 1969—71. Nedgången i tillförseln av privat riskvilligt kapital till svensk industri har också uppvägts av den ökade statliga nyemissionsverksamheten. De bristande framgångarna för det statliga företagandet kommer sannolikt att leda till att denna metod för tillförseln av riskvilligt kapital inte kommer att växa i samma takt framöver. Det är med tanke på förslaget om den fjärde AP-fonden av intresse att notera att de börsnoterade industriföretagen, vars försörjning med riskvilligt kapital fonden skulle underlätta, svarade för omkring hälften av industrins totala kontantemissioner. Kooperativa och utländska företag vill förmodligen inte nyemittera till fjärde AP-fonden.

Vidare ser man av tabell 2 att vad jag kallar utlåning från specialinstitut ökat starkt. I denna utlåning har jag inräknat lån från Svensk Exportkredit, Investeringsbanken samt lokaliseringsslån och utlåning från Industri- och företagskredit. Statliga garantier t. ex. industrilånegaranti, exportkreditgarantier, AMS-lånegarantier m. m. ingår inte. Dessa garantier har också vuxit och gör det möjligt att utsträcka lån till företag med mycket låg soliditet.

Tabell 3. *Fördelning av 1969—1971 års nyemissioner på olika kategorier.*

Genomsnitt per år i milj. kr.	
Börsnoterade industriföretag	126
Nyemissioner i dotterföretag	92
Statliga företag	43
Utländska företag	36
Övriga företag ¹⁾	57
Summa	354
Externt tillskott av riskvilligt kapital netto (354—92)	262

¹⁾ Här ingår bl. a. kooperativa företag

Tabell 2 gör inte anspråk på fullständighet. De svenska industriföretagens upplåning utomlands har inte medtagits med den motiveringen att den huvudsakligen går till finansiering av investeringsverksamheten utomlands. Försäkringsbolagens utlåning till industrin har inte tagits med eftersom jag inte kunnat skilja ut industridelen. Det rör sig dock om små belopp, antagligen ca 100 à 150 miljoner kr.

Tillsammans med bidragen svarade specialutlåningen för ca 80 procent av ökningen i den här redovisade totala årliga externfinansieringen på ca 1 miljard som skett sedan mitten av 1960-talet. Ökningen i lokaliseringsslånen kanske skall betraktas som en kompensation för de kostnadsnackdelar som lokalisering till visst stödområde har jämfört med den lokalisering som företaget skulle ha valt utan detta stöd. Lokaliseringsstödet utgår nu praktiskt taget till alla områden utom storstadsområdena. Det är inte längre enbart fråga om att täcka differenskostnaden utan ett sätt att överhuvudtaget få till stånd industriell utveckling, som annars inte kommit till stånd alls eller skett utomlands. I det läget har lokaliseringspolitiken blivit en metod att ge generellt stöd till industriell utbyggnad.

Det kan hävdas att inrättande av sådana specialinstitut har gett

industrin lånemöjligheter som den annars inte skulle ha haft. Dessa lån skulle sannolikt ha varit svåra att få med den traditionella kapitalmarknadens kreditbedömningsnormer eller endast kunnat erhållas till väsentligt högre kostnader. Vilken soliditet ett företag önskar upprätthålla beror i viss mån på vilken typ av lån man har i avseende på kostnader och villkor. Den starkt ökade utlåningen från specialinstituten kan vara en förklaring till den konstaterade benägenheten hos företagen att välja en lägre soliditet. Min tes är således att orsakerna till soliditetsförsämringen delvis skall sökas på utlåningssidan. Även med specialutlåning på mycket gynnsamma villkor finns det dock knappast möjligheter för statsmakten att fortsätta på denna väg i samma takt som hittills. Soliditeten sätter snart bestämda gränser. Investeringsbanken, exempelvis, har nu svårt att öka utlåningen till många företag där soliditeten nu blivit alltför svag. I det läget måste man gå vidare med bidrag eller ökad tillförsel av riskvilligt kapital.

Bidragen till industrin för olika ändamål har nu nått inte obetydliga proportioner. De uppgick för åren 1969—71 till ungefär samma belopp som de börsnoterade företagen fick in genom nyemissioner. Bidragen från AMS vid sidan om lokaliseringsbidragen samt kommunernas bidrag finns inte med. Utbildningsbidrag och forskningsstöd har medtagits trots att de egentligen är bidrag till immateriella investeringar och inte till finansieringen av ökningen i det redovisade totala arbetande kapitalet.

Av allt att döma kommer bidragen att ökas mycket kraftigt framöver; bidragen för miljövårdsinvesteringar torde således 1972 komma att uppgå till ca 300 milj. kronor. Dessutom kommer troligen nya bidragsändamål in i bilden av t. ex. strukturgarantifonden, exportstöd, köp av konsulttjänster, arbetsmiljöinvesteringsbidrag, forskningsstöd etc.

Sammanfattningsvis kan man notera att de kapitalsubventionerande åtgärder som hittills vidtagits, successivt har uttömt sina möjligheter. Skattekrediterna kan inte ökas i takt med totala kapitalökningen vid nuvarande lönsamhetsnivå och ger då inga incitament till höjning av investeringsnivån. Inte heller är det säkert att en sänkning av bolagskatten får en investeringsstimulerande effekt eftersom möjligheten till skattekrediter är en funktion av bolagsskattens höjd. Vid noll bolagsskatt finns ju inga skattekrediter! Vidare har möjligheterna genom specialutlåning på gynnsammare villkor, dvs med större risktagande, nått en gräns där den inte rimligen kan fortsätta att växa i samma

takt som har redovisats. Tillförseln av riskvilligt kapital genom statliga satsningar har också av ekonomiska och politiska skäl kommit in i en återvändsgränd.

Det är bl. a. mot bakgrund av denna utveckling som jag tror att man skall se tillkomsten av förslaget om att tillföra riskvilligt kapital från AP-fonderna till den existerande privata industrin. En höjning av industrins investeringstakt vid oförändrad räntabilitet kräver tillförsel av kapital på villkor som privata hushåll och privata institutionella placerare inte idag accepterar. Redan idag tillförs lånevägen, som min analys visat, betydande belopp mycket riskvilligt kapital. Det skall nu i stället ges i form av eget kapital.

Det är viktigt att man har en uppfattning om storleksordningen på den kapitaltillförsel som skulle behövas för att industrin exempelvis skulle kunna uppnå den investeringstakt som angavs i LU70. Ser man på de siffror som jag här presenterat, kan man notera att industrins externa upplåning av främmande kapital uppgått till ca 1,2 mdr i genomsnitt per år 1964—1966 och till 2,2 mdr per år 1969—1971. Av denna ökning på en miljard kronor svarade specialutlåningen och bidragen för ca 80 procent.

Industrins genomsnittliga bruttoinvesteringar i fasta realtillgångar och lager uppgick under dessa perioder till 6,4 respektive 9,5 mdr kronor.

Nettoinvesteringen i realtillgångar har approximativt beräknats till ca 4 respektive 6 mdr kronor. Det främmande kapitalet svarade således för ca en tredjedel av den reala kapitaltillväxten i företagen. Hade man inte tagit bort leverantörskrediter och tagit hänsyn till pensionskulder och skattekrediter hade en mycket högre andel av kapitaltillväxten kreditfinansierats. Motsvarande beräkning för de börsnoterade företagen visar att den främmande kapitalupplåningen svarade för ca 40 procent av ökningen av det arbetande kapitalet i företagen.

Det kan, för att undvika missförstånd, påpekas att de här angivna siffrorna inte överensstämmer med dem som anges i kapitalmarknadsutredningen för sektorn "näringslivet". Den är ungefär dubbelt så stor som industrin och omfattar t. ex. kraftverk, transportföretag, handel m. m. Det är den konkurrensutsatta sektorn, dvs. i huvudsak industrin, som är av intresse i den här analysen. Lönsamheten i de skyddade sektorerna kommer alltid att vara tillräcklig för att man där skall få den expansion som är önskvärd. Det har varit svårt att ur den

tillgängliga statistiken urskilja enbart industrin. Siffrorna är därför inte exakta.

En höjning av industrins bruttoinvestering i den takt som LU70 angav som nödvändig för att uppfylla produktionsmålet skulle innebära en sänkning av självfinansieringskvoten från 100 till 75 procent. Denna beräkning byggde på förutsättningar om en oförändrad vinstmarginal, vilket är ungefär detsamma som oförändrad total räntabilitet. För att uppnå en 100-procentig självfinansiering av bruttoinvesteringarna, dvs den relation som gällde i genomsnitt för åren 1965—1968 skulle det behövs ett extra tillskott till företagets nettosparande på ca 1,3 mdr under åren 1970—1975, räknat i 1969 års priser. Willy Bergström och Jan Södersten har gjort en liknande beräkning i Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift. En lönsamhetsförbättring, som skulle tillåta en sådan ökning i nettosparandet från den nivå det haft på ca 2 600 milj. 1966—70 till 3 800 milj. tror jag hade varit gott och väl tillräckligt för att man skulle ha fått den investeringsökning som bedömdes nödvändig i LU70.

Det kan vara av intresse att sätta denna önskvärda sparandeökning inom industrin i relation till det totala nettosparandet i samhället. Det är nettosparandets fördelning på olika sektorer som anger var förmögenhetsökningen sker i samhället. Det totala bruttosparandet uppgick 1970 till ca 40 miljarder och nettosparandet till 25 miljarder kr. enligt Nationalräkenskapernas beräkningar.

Denna ökning — företagets behov av riskvilligt kapital, som jag angav ovan — genom extern tillförsel och/eller sparande av vinsterna — motsvarar ca 5 procent av den årliga förmögenhetsökningen i Sverige. Det är storleksordningen på den förmögenhetsomflyttning som hade behövts för att man skulle ha kunnat klara det industriella expansionsmålet. Man kan också uttrycka saken så att det räckt om den årliga ökningen i nettosparandet tillförts industrin. Det är således varken fråga om några stora omfördelningar av resurser eller av förmögenhetsbildningen.

Ser man problemet ur förmögenhetsfördelningssynpunkt kan man först konstatera att stat och kommun svarade för nästan 40 procent av det totala nettosparandet åren 1968—70, AP-fonden för ca 30 procent och den privata sektorn för den återstående tredjedelen. Till den privata sektorn hör hushållen, bostadssektorn, företagen av vilka endast en del är industriföretag, samt banker och försäkringsbolag. På 50-talet svarade den privata sektorn för 2/3 av det totala nettosparandet. Den snabba ökningen i det kollektiva sparandet har således minskat den

privata kapitalbildningen starkt. Det är mot bakgrund av denna utveckling som man bör se den konflikt mellan förmögenhetsutjämning och industriell tillväxt som nu diskuteras. Den snabba kollektiviseringen av sparandet kan betraktas som en stark utjämning av förmögenhetsbildningen.

Hushållens andel av den totala förmögenheten minskar kraftigt. Den del som återstår kommer sannolikt, hur liten den än blir, att förbli ganska ojämnt fördelad, inte minst med hänsyn till sparandets starka variation över livscykeln. Det kommer därför sannolikt gå att alltid hänvisa till den statistiskt sett skeva förmögenhetsfördelningen vid en diskussion av lönsamhetsförbättringar. Samma argument kan naturligtvis ges mot att höja avkastningen på andra värdepappersinnehav eller räntan på banksättningar. Den struktur som utlåningen till industrin har fått genom specialinstitutens tillkomst kan naturligtvis inte ha undgått att påverka resursfördelningen mellan olika företag. Genom att jag använt siffrorna över nettoutlåningen underskattas i synnerhet affärsbankernas roll vid fördelningen av kapitalresurserna. Bruttoutlåningen är ju betydligt större. Å andra sidan är en kreditgivning mot relativt hyggliga säkerheter inte lika styrande på företagsexpansionen som den mer riskabla statsgaranterade långivningen. Den överföring till offentliga organ av kreditbesluten, som tillskapandet av specialutlåningsinstitutioner inneburit kommer att fortsätta genom tillskapandet av en fjärde AP-fond. I princip anser jag att den mängd riskvilligt kapital som kan satsas av en organisation, ett företag eller en fond, inte bör vara oberoende av hur mycket man lyckats utnyttja kapitalet i räntabla investeringsprojekt. Inom näringslivet sker en mycket omfattande och snabb omfördelning av de kapitalresurser som står till beslutsfattarnas i olika företag förfogande genom stora förändringar i företagens bruttovinster.

Tillkomsten av fjärde AP-fonden innebär att man får en institution vilken kommer att satsa kapital — kanske omkring 200 miljoner per år — oberoende av hur framgångsrik man är att placera pengarna i företag med hög avkastning. Eventuella förluster kan alltid ges en samhällsekonomisk motivering. Centraliseringen av tillgången på riskvilligt kapital i kombination med tillgången på mjukt lånekapital innebär en viss fara. Man borde därför i kapitalmarknadsutredningen ha övervägt om man åtminstone inte borde ha tillskapat flera fonder — flera lågpriskanaler för riskvilligt kapital. De skulle få tillgång till AP-fondernas kapitalresurser inom den fastställda ramen i proportion till deras förmåga att placera pengarna väl.

Erik Dahmén: Min första utgångspunkt är, att det finns en önskan, att industrien och handeln — i fortsättningen säger jag för enkelhetens skull bara industrien — skall svara för en ökning av investeringarnas andel av nationalprodukten, d.v.s. investeringskvoten, utan att inflationen förvärras. Det anses nämligen, att den ekonomiska tillväxttakten bör öka och att det i första hand är den industriella tillväxten, som nu behöver stimuleras. De finansiella förutsättningarna för att uppnå detta mål är emellertid inte goda. Företagen har inte så mycket sparade vinstmedel som tidigare. Soliditeten har försämrats under 1960-talet och början av 1970-talet. Att skaffa nytt egetkapital genom aktieemissioner är för många alltför dyrt. Slutligen är möjligheterna att emittera obligationer begränsade, bl. a. av en lång kö på denna marknad, som sedan länge regleras av Riksbanken.

Det är i huvudsak mot bakgrund av dessa finansieringsproblem, i synnerhet vad egetkapitalet beträffar, som man skall se Kapitalmarknadsutredningens förslag, att en del medel från Allmänna Pensionsfonden skall placeras i aktier. Det föreslås som bekant, att en fjärde fond skall skapas, som skall få pengarna från de tre nu befintliga fonderna — till att börja med 500 milj. kr.

Någon politisk tvistefråga aktualiseras knappast av önskan att industrien skall svara för en ökad investeringskvot. Däremot aktualiseras kontroversiella frågor av både ekonomiskt och politiskt slag i den mån kapitalmarknadens sätt att fungera och därmed bl. a. investeringsfördelningen inom industrien påverkas, om förslaget att föra AP-medel till aktiemarknaden genomföres. De politiska sidorna av förslaget blir centrala vid sidan av de ekonomiska, när förmögenhetsfördelningen och vissa insyns- och inflytandefrågor tas med i bilden.

Min avsikt är, att först diskutera i vad mån AP-medels placering i aktier kan leda till ökade industriinvesteringar och höjd investeringskvot utan förvärrad inflation. Därefter skall jag något beröra frågan huruvida några särskilda verkningar på investeringsfördelningen kan väntas som följd av att AP-medel placeras i aktier. För det tredje skall jag uppmärksamma inverkan på förmögenhetsfördelningen. Frågan om insynen i och inflytandena på företagen hinner jag däremot bara snudda vid i omedelbar anslutning till diskussionen av investerings- och förmögenhetsfördelningsaspekterna. Avslutningsvis skall jag peka på de modifikationer som behövs, om målet inte är en höjd investeringskvot utan bara en ökning av industriens andel av en oförändrad investeringskvot, så att inflationsproblemet alltså inte behöver bli mera aktuellt än nu.

I debatten kring förslaget att placera AP-medel i aktier har framförts två vitt skilda åsikter. Somliga hävdar, att det blir betydligt lättare än nu att uppnå målet att industrien skall svara för en ökning av investeringskvoten utan ytterligare inflation. I vart fall kan, anses det, industriens andel av investeringarna öka. Andra menar, att det hela i stort sett bara blir ett slag i luften, eftersom det inte blir mera pengar genom omDispositionering av en given mängd AP-medel. Det verkliga problemet ligger, säger man, f. ö. i att räntabiliteten i industrien är alltför låg. Därför uppnås knappast ens en ökning av industriens andel av investeringskvoten.

Det är inte möjligt att med hjälp av i dag tillgängliga och någorlunda entydiga fakta med visshet säga, vilken av dessa motsatta åsikter, som har mest fog för sig. Man kan emellertid bena upp frågan för att få klart för sig åtminstone vad man skulle behöva veta för att kunna ha en välgrundad åsikt.

En förutsättning för att AP-fondens aktieköp skall kunna leda till den önskade höjningen av investeringskvoten utan förvärrad inflation är, att köpen ifråga på ett eller annat sätt också leder till ökat utbud av sparmedel — i fortsättningen säger jag bara ökat "sparande". Den första frågan blir alltså: Kommer sparandet att öka?

Det närmast till hands liggande svaret är väl, att det ju bara blir en överföring av AP-medel från obligationsmarknaden — i första hand — till aktiemarknaden och alltså inte ett ökat sparande. Därav skulle alltså då följa, att om industriinvesteringarna ökar som följd av denna överföring och leder till höjd investeringskvot så blir det samtidigt förvärrad inflation. Det mål som satts upp skulle alltså inte kunna uppnås. Detta sätt att resonera kan dock vara förhastat.

När AP-fonden köper aktier så börjar också aktiekurserna att stiga eller, rättare sagt, de blir högre än de annars skulle vara. De som säljer till AP-fonden blir sannolikt i vart fall till en början i stort sett aktiemarknaden trogna och köper bl. a. andra aktier, som det efter kurshöjningen blivit möjligt att nyemittera. Något större "läckage" blir det knappast. Industrien kan alltså få mera egetkapital, ja kanske mera kapital över huvud taget, nämligen om Riksbankens hårdare ransonering på obligationsmarknaden, föranledd av den ökade knappheten på placeringssökande medel på denna marknad, i huvudsak får gå ut över andra emittenter än industrien. En ökning av sparandet blir det emellertid bara under endera av följande två förutsättningar: De höjda aktiekurserna kan eventuellt göra somliga styrelser mindre pressade att föreslå en utdelning, som de helst skulle vilja slippa för att i stället

kunna behålla pengarna inom företaget. Även om aktiekursen efter en eventuell utdelningssänkning faller tillbaka igen, har ju företags-sparandet kunnat öka. Frågan är väl dock, om man verkligen resonerar och handlar på det sättet. En mera betydelsefull möjlighet till ökat sparande är, att de höjda aktiekurserna väcker sådana förväntningar om fortsatta kursstegringar, att folk börjar köpa aktier för pengar, som annars skulle ha gått till konsumtion. För att detta intresse för aktieköp skall bli bestående, och därmed sparandeökningen inte bara bli tillfällig, måste emellertid industriinvesteringarna öka och i sin tur medföra höjd räntabilitet. Blir det inte ökade investeringar och höjd räntabilitet, kommer AP-fonden, om den skall göra vad den är till för, att successivt köpa ut privata aktieägare. Eftersom den ju inte behöver betala skatt på utdelningarna, köper den aktier med hög direktavkastning lika gärna som sådana med hög effektiv avkastning medan privata aktieägare kan väntas sälja främst den förstnämnda sorten. Skattebefrielsen gör det däremot inte rationellt för AP-fonden att nöja sig med en lägre effektiv avkastning än de enskilda aktieägarna, i den mån den har alternativa placeringsmöjligheter, närmast obligationer, vilkas ränta ju inte heller den beskattas. Men om den är tvungen att köpa just aktier, vilket ju är meningen med hela arrangementet, måste den alltså i verkligheten, om räntabiliteten i industrien inte stiger, nöja sig med en sådan lägre avkastning. De privata aktieägare som börjar s.a.s. utrymma aktiemarknaden kommer väl att spara en del av de lösgjorda pengarna i andra former än aktier. Men förändringen av ägareförhållandena, som alltså sker när en räntabilitetsökning uteblir, betyder, att den sparandestimulans som de inledande aktiekursstegringarna och det till en början ökade intresset för aktier bland enskilda kan ha gett, så småningom upphör.

Kontentan av denna analys är, att AP-fondens tillförsel av eget kapital till industrien under en bestämd förutsättning kan leda till ökade industriinvesteringar och höjd investeringskvot utan förvärrad inflation. Förutsättningen är, att industrien just på grund av tillförseln ifråga stimuleras till investeringar, som sedan höjer räntabiliteten. Föreligger inte denna förutsättnings båda led, kommer i stort sett bara ägareförhållandena i industrien att förändras.

Hittills har jag bara talat om det fall där AP-medel köper redan befintliga aktier eller nya sådana, som emitteras på marknaden. Det finns emellertid ett alternativ, som tycks ha intresserat somliga debattörer mera, eftersom det antas betyda en dämpad aktiekursstegring, nämligen att AP-fonden i huvudsak köper sådana aktier, som emitteras

just för dess räkning. Detta förutsätter, att aktieägarna kan besluta s. k. riktade nyemissioner. Det förefaller emellertid till att börja med inte så säkert, att sådana beslut som har någon särskild dragningskraft på AP-fonden blir vanliga. Aktieägarna frånhänder sig väl inte gärna företrädesrätten till nyteckningar annat än på villkor som gör, att AP-fonden likaväl skulle kunna köpa aktier eller teckningsrätter på marknaden. Det enda som kan göra aktieägarna frestade att låta AP-fonden få ta en riktad nyemission i stället för att låta den köpa teckningsrätter på vanligt sätt är, att i sistnämnda fall får teckningsrättssäljarna eventuellt betala realisationsvinstskatt. Hur som helst, och det är det väsentligaste, kan inverkan på aktiekurserna vid alternativet riktade nyemissioner i längden inte avvika nämnvärt från inverkan av aktieköp eller teckningsrättsköp på marknaden. Aktiekursutvecklingen på sikt blir nämligen i båda fallen avhängig av företagets räntabilitetsutveckling. Det enda som kan rubba denna regel är, såvitt jag kan förstå, antingen, att det blir en allmän nedprutning av avkastningskraven, t. ex. på grund av allmän räntesänkning, eller, att just AP-fonden vid en relativt svag räntabilitetsutveckling hindrar kursfall genom att fortsätta med aktieköp. Gör den det, blir den, alldeles som i det förra fallet, så småningom en tämligen dominerande aktieägare. Någon bestående sparandestimulans blir det då inte heller. Klart är vidare, att de olika alternativen för AP-fondens aktieköp inte nämnvärt skiljer sig från varandra ifråga om verkningarna på ägareförhållandena.

Min analys har nu kommit fram till följande viktiga fråga, som måste besvaras, om man skall bedöma sannolikheten av att AP-fondens aktieköp löser de finansieringsproblem som i dag anses försvåra en höjd investeringskvot genom ökade industriinvesteringar utan förvärrad inflation: Kommer investeringarna verkligen att öka, när nyemissionsmöjligheterna förbättras, d.v.s. när priset på egetkapital sjunker?

Svaret måste rimligtvis vara ja. En vidgad marginal mellan vad man s.a.s. får betala för pengarna och vad man väntar sig för avkastning på investeringarna bör stimulera investeringarna. Det finns väl en del investeringsprojekt, vilkas räntabilitet i och för sig ter sig någorlunda tillfredsställande men som man ändå inte vågar förverkliga, när det är så dyrt som i dag att skaffa nytt egetkapital. I vart fall när en hårt restriktiv penningpolitik drivit ned aktiekurserna särskilt lågt och gjort priset på nytt egetkapital exceptionellt högt, bör det finnas inte så få bordlagda projekt. Särskilt mycket måste lusten att göra "offensiva", riskfyllda investeringar avkylas av en smal marginal mellan

en särskilt svårberäknad räntabilitet och priset på nytt egetkapital. Skulle räntabiliteten bli sämre än väntat, blir ju följderna värre, om man använt kapital, som ställts till förfogande med relativt höga avkastningskrav, än om kraven ifråga varit lägre. Å andra sidan har styrelserna ju alltid att tänka på samtliga aktieägare och på de anställda. De låter sig därför i allmänhet inte lockas till stora satsningar av riskfyllt slag bara därför att en ny institution uppträtt som aktieköpare med relativt låga avkastningskrav, som det ju ändå skulle kunna bli svårt att leva upp till, om investeringarna skulle falla dåligt ut. Riskfyllda investeringar gör man hellre, om självfinansieringsmöjligheterna är goda, eftersom ju fiscus i så fall är med och s.a.s. täcker hälften av en eventuell förlust, medan man kan komma i svårigheter, om man finansierat de misslyckade investeringarna med kapitaltillskott från aktieägare, som kräver en utdelning, som efter skatt lämnar åtminstone några pengar kvar i fickorna.

Det är betydelsen av de förhållanden och överväganden i företagen jag här pekat på såsom strategiska som man skulle behöva känna väl till för att kunna säga något bestämt om hur stor investeringsstimulansen skulle bli av utbud av AP-medel på aktiemarknaden. Utan sådan kunskap får man dra slutsatser med ledning av den kännedom man tror sig ha om företagets situation och styrelsers sätt att resonera. För min del är jag benägen att säga, att industriinvesteringarna visserligen kommer att öka vid tillförsel av AP-medel till aktiemarknaden men att man inte skall vänta sig några betydande sådana ökningar. Det finns av allt att döma inte en mängd investeringsprojekt, som styrelserna i dag låter ligga men skulle förverkliga enbart därför att nytt egetkapital genom aktieemissioner skulle kunna skaffas något billigare än i dag. Frågan är, om inte väl så stor investeringsstimulans skulle åstadkommas, om AP-medlen bleve kvar på en liberaliserad obligationsmarknad med ökade industrilåneemissioner och höjd ränta som följd. Den för industrien även då förbättrade finansieringstrukturen skulle göra den med ökade investeringar förenade risken mindre än nu också i detta fall.

Den andra, mest avgörande frågan är emellertid, om de låt vara sannolikt inte särskilt stora investeringar som alltså kan väntas blir gjorda just tack vare de förbättrade möjligheterna att skaffa något billigare egetkapital, kommer att höja räntabiliteten i industrien och i så fall hur mycket. Svaret även på den frågan måste bli osäkert men en viss kännedom om hur verkligheten i dag ter sig på företagarhåll ger dock vägledning.

Det är av allt att döma så, att det inte finns någon uppsjö på projekt, som sannolikt skulle visa sig ha högre räntabilitet än vad företaget har i sin löpande verksamhet. Räntabiliteten hos de investeringar som man över huvud taget överväger ter sig i genomsnitt tämligen låg. Men det ligger knappast så illa till, att genomsnittliga räntabiliteten inte skulle höjas alls genom de låt vara inte särskilt omfattande investeringar som skulle föranledas av det sänkta priset på egetkapital. Det är knappast uteslutet, att dagens ganska utbredda osäkerhet inom näringslivet beträffande den enskilda företagarverksamhetens framtid i Sverige gör många benägna att anse den nödvändiga avkastningen vara alltför osäker för att de vid relativt dyr egetkapitalanskaffning skall våga göra de nya satsningarna. Om investeringarna skulle kunna finansieras billigare genomförs de kanske och kan förhoppningsvis i efterhand visa sig ganska räntabla. Om inte annat så bör investeringarna som sådana i och med att de görs ge en viss allmän konjunkturstimulans, som sedan i sin tur skulle i någon mån höja genomsnittliga räntabiliteten i industrien.

Innebörden av detta resonemang är alltså bl. a., att ett utbud av egetkapital från en institution som AP-fonden troligen skulle kunna göra en viss nytta med tanke på målet att uppnå höjd investeringskvot genom ökade industriinvesteringar utan förvärrad inflation. Det saknas dock goda skäl att tro, att ens ett efter hand stort utbud av AP-medel på aktiemarknaden skulle betyda något stort steg mot målet att höja industriens investeringar och investeringarnas andel av nationalprodukten utan mera inflation än vi nu har. Den mest givna följden av ett sådant stort utbud skulle i stället bli en förändring av kapitalmarknadens struktur och ägareförhållandena i industrien. Detta väcker i sin tur bl. a. frågor om kapitalmarknadens funktionssätt, som jag strax skall komma till.

Även om jag i det föregående skulle ha underskattat ändamålsenligheten med tanke på det uppsatta målet av ett utbud av AP-medel på aktiemarknaden, så måste det ändå säkert förhålla sig så, att möjligheterna att uppnå ett ambitiöst mål ifråga om höjd investeringskvot genom ökade industriinvesteringar utan förvärrad inflation skulle vara mycket större, om industriens räntabilitet kunde höjas väsentligt på andra vägar än via de i det förlopp som utbud av AP-medel på aktiemarknaden kan tänkas ge upphov till. De som hävdar, att ingenting alls eller nästan ingenting kan vinnas bara genom att AP-medel placeras i aktier står visserligen på svagt underlag, men de har rätt i, att det största hindret för en ökad industriell investeringsverksamhet utan

motsvarande reduktion av andra investeringar och utan förvärrad inflation som inte finns på aktiemarknaden.

Så har vi då den andra huvudfrågan, nämligen om verkningarna på industriens investeringsfördelning och därmed på industritillväxten och den ekonomiska framstegstakten av att AP-medel placeras i aktier. Kan industriinvesteringarna väntas få en annan inriktning än hittills, om aktiemarknadens struktur förändras genom att AP-medel efter hand i större eller mindre utsträckning ersätter andra aktieägare på aktiemarknaden?

Innebörden av en sådan strukturförändring på aktiemarknaden är, att det blir mera centralisering. En liten grupp personer får relativt större inflytande än tidigare på vart nytillskotten av egetkapital skall gå. AP-fonden kan i vissa situationer få en stark förhandlingsställning i diskussioner om riktade nyemissioner och ställa styrelser och bolagsstämmor inför avgöranden, som de tidigare inte behövt stå inför. Liksom det nu förhandlas om obligationsemissioner kan det bli förhandlingar i stället för marknadsprusbildning på aktiemarknaden. Meningen är ju också, att börsnoterade företag skall bli favoriserade. Av betydelse i sammanhanget är vidare, att AP-fonden inte förutsättes kunna sälja aktier i nämnvärd omfattning. I och för sig förefaller förutsättningen diskutabel och rädslan för följderna av en rörlig portfölj överdriven. Men om försäljningar skulle göras i stor omfattning, skulle de naturligtvis kunna bli starkt störande på marknaden och göra den mindre attraktiv för andra intressenter. Om å andra sidan portföljen skulle vara tämligen låst, så är till att börja med att notera, att fondstyrelsen då och då säkert kommer i en föga avundsvärd situation, nämligen om den ser eller anar, att det går dåligt för ett företag, som är representerat i portföljen. Det är ju andras pengar man förvaltar samtidigt som man inte själv kan ingripa i företaget. Eller skall man göra det? Vidare är att märka — och det är i föreliggande sammanhang det väsentligaste — att om fonden inte kan sälja så kan **den inte heller köpa** för mera än nytillskottet av kapital, d.v.s. om-disponeringar skulle inte kunna göras. Aktiemarknaden skulle då bli tunnare än den skulle vara, om centraliseringen vore mindre.

Vilka samhällsekonomiska följder kan då den strukturförändringen mot ökad centralisering och tunnare marknad väntas få?

För det första kan ökad centralisering av placeringsbesluten knappast vara annat än till nackdel med tanke på industriens investeringsfördelning, d.v.s. på den industriella s. k. resursallokeringen. Med hänsyn till konkurrenskraften och tillväxten är det främst en vitalise-

ring genom ökad nyföretagsbildning och snabb utveckling av små och medelstora företag, som är mest angelägen. Tillkomsten av en stor fond kan här inte gärna få någon stor, positiv betydelse, åtminstone inte såvida fonden inte får ambitiösa näringspolitiska uppgifter och bl. a. skall agera aktivt i företagarverksamheten. Detta är ju dock inte meningen enligt nu föreliggande förslag. Ändras förslaget på denna punkt, aktualiseras å andra sidan frågor, som faller utanför min uppgift att ta upp till diskussion här i dag.

För det andra skulle en tunn aktiemarknad, där en stor fond, som inte kan delta aktivt i en s.a.s. daglig handel, får en växande betydelse, dåligt fylla en s. k. sekundärmarknads väsentliga uppgift nämligen att ge god likviditet åt andra portföljer. Den funktionen fylls bäst av en stor livlig marknad, som påverkas av ett stort antal av varandra oberoende personers och institutioners bedömningar och omdispositions-möjligheter. En sådan decentraliserad marknad gör för övrigt inte bara placering av pengar på aktiemarknaden mera attraktiv än den annars skulle vara, därför att aktier då lättare än på en liten, tunn marknad kan säljas utan stor risk för betydande kursförluster. Den registrerar också och blir en syntes av ett stort antal olika bedömningar av företagets skötsel och framtidsutsikter. Den fungerar därför också bättre som allokeringmekanism för knappt kapital. Den blir bl. a. bättre ägnad att förebygga, att kursutvecklingen för den ena eller andra aktien blir orealistisk och därmed nyemissionsmöjligheterna föga optimalt fördelade. Det är, inom parentes sagt, bl. a. detta med marknadsmekanismen och dess "barometerutslag", som är viktigt från synpunkten av "makten över företagen". Förstår man inte detta, förleds man att överbetona frågan om de många små aktieägarnas inflytande på bolagsstämmorna — ett inflytande, som i regel är och måste vara mer eller mindre obefintligt.

Så till förmögenhetsfördelningsfrågan. Klart är, att vid nuvarande ägareförhållanden i industrien så kommer varje räntabilitetshöjning, oberoende av om den eventuellt kommer till stånd genom det förlopp som AP-fondens aktieköp sätter igång eller av andra orsaker, att öka ett relativt fåtals förmögenheter. Det blir därmed en konflikt med det politiska målet att privata personer och institutioner av det slag som i dag dominerar aktieägandet inte skall få avsevärt ökade förmögenheter eller helst inga förmögenhetsökningar alls. Kan denna konflikt lösas?

Svaret är naturligtvis nej. Man får som hittills nöja sig med att i efterhand i möjlig mån motverka räntabilitetsförbättringens inverkan

på förmögenhetsfördelningen genom inkomst-, förmögenhets- och arvs-skatter och eventuellt genom andra, mera direkt funktionssocialistiska åtgärder. Men om vi idag ser framåt, förefaller det med hänsyn till skattetekniska svårigheter och till av allt att döma ofrånkomliga biverkningar, som kan väntas bli accepterade endast av ett fåtal, omöjligt att lösa konflikten uteslutande på den vägen. Önskar man nu få räntabilitetsökning men undvika de förmögenhetsökningar som under nuvarande förhållanden skulle följa, så måste därför ägarestrukturen ändras. Då står följande alternativ till buds, nämligen antingen att överföra företagsägandet till staten eller till olika slags andra kollektiv eller att få till stånd en spridning av ägandet till många flera privata personer och institutioner än nu. Förslaget att AP-fonden skall köpa aktier kan, alldeles vid sidan av den rena finansieringsaspekten, ses som ett uttryck bl. a. för önskan att välja det kollektiva ägandet via AP-fonden för att på den vägen i någon mån undvika konflikt med det politiska målet i fråga om förmögenhetsfördelningen.

Det är emellertid uppenbart, att kollektivet bakom AP-fonden under lång tid bara får en förhållandevis liten del av den förmögenhetsökning som blir en återspeglning av en industriell räntabilitetsförbättring. Den ovannämnda konflikten kvarstår därför till allra största delen. Inte minst är att märka, att försök att påskynda kollektivägandets ökning efter den föreslagna linjen, i syfte att snabbare komma därhän att ägande i betydande grad ligger i AP-fonden så att konflikten med det politiska förmögenhetsfördelningsmålet därefter är eliminerat, såsom biprodukt under en kortare eller längre tid ger en god möjlighet för nuvarande ägare att sälja sina aktier till stigande kurser, d.v.s. med en förhållandevis mera betydande förmögenhetsökning.

Mot bakgrund av att kollektiviseringen och därmed stegen i riktning mot centralisering av aktiemarknaden dels har svagheter från resursallokeringsynpunkt dels under den tid den pågår kan väntas under en tid få betydande förmögenhetsfördelningsverkningar av just den art som det finns ett politiskt syfte att undvika, förefaller det vara mest ändamålsenligt att i stället söka sig fram på vägar, som kan leda till spridning av aktieägandet till många flera enskilda personer och flera, smärre institutioner. En på så sätt uppnådd decentralisering skulle dels skapa en effektivare kapitalmarknad dels ge en jämnare förmögenhetsfördelning.

Hela min framställning hittills har utgått från att önskan är, att genom ökade industriinvesteringar uppnå höjd investeringskvot utan

att för den skull inflationen förvärras. Om ambitionen prutas ned till att endast vara en ökad industriell investeringsandel, behövs inga långtgående modifikationer av den analys jag här presenterat. Det målet blir förhållandevis lättare att nå än en höjd investeringskvot utan förvärrad inflation. Någon räntabilitetsförbättring är nämligen inte alldeles nödvändig vid denna nedprutade ambitionsnivå, eftersom det då inte krävs någon sparandeökning. Det räcker med att AP-fonden omdisponerar medel till aktiemarknaden och att en industriell investeringsökning därigenom kommer till stånd, vilket förefaller sannolikt, i vart fall om en motsvarande försämring inte sker för just industrien på obligationslånemarknaden. Men utan räntabilitetsökning blir följden av AP-medels överföring till aktiemarknaden, jämte en ökad industriandel av en oförändrad investeringskvot, också i detta fall framför allt en successiv ändring av ägareförhållandena i industrien. Förmögenhetsutjämningsmålet kan dock, trots detta, inte uppnås på någorlunda kort tid, eftersom ändringen av ägareförhållandena måste bygga på AP-förvärv av enskilda aktieportföljer till förhållandevis höga kurser.

Som avslutning och sammanfattning vill jag hävda, att aktualiseringen av frågan om AP-fonden och aktieägandet är ett av de många uttrycken för den blandekonomiens kris som vi befinner oss i redan av helt andra skäl, nämligen bl. a. som följd av aktuella eller planerade försök att bekämpa inflationen med delvis nya medel, d.v.s. bl. a. regleringar, priskontroll, inkomstpolitik och liknande: Den ökning av investeringskvoten och av industriens andel av kvoten ifråga som behövs för en snabb industritillväxt, utan förvärrad inflation, kan inte komma till stånd utan att räntabiliteten i industrien på ett eller annat sätt avsevärt förbättras. Men dels är utsikterna till en trendmässig sådan räntabilitetsförbättring inte lysande i en blandekonomi präglad av sviktande tro på många håll — berättigad eller oberättigad — på denna blandekonomis fortsatta livsvillkor dels skulle, vid den ägarestruktur som i dag finns, varje betydande räntabilitetsförbättring komma i svårare konflikt med de politiska förmögenhetsfördelningsmålen än tidigare, eftersom möjligheterna tidigare var större än de nu är att åstadkomma en utjämning i efterhand, d.v.s. sedan förmögenheterna redan uppkommit.

Planeringschef **Erik Höök**, finansdepartementet: Herr ordförande! De inledningsanföranden som vi här har hört har koncentrerat sig på frågan om AP-fondens placeringar i aktier. Jag tycks vara den ende ledamoten

av kapitalmarknadsutredningen som är här i kväll, och jag vill därför ta upp en del frågor som har berörts.

Erik Dahmén utgick från att det gällde att öka investeringskvoten i samhället, och han diskuterade de effekter en sådan ökning kunde få på priserna. Jag vill starkt understryka att kapitalmarknadsutredningen aldrig har behandlat den problematiken. Utredningen har utgått från den problematik som delvis skisserats i långtidsutredningen, som räknat med en i det närmaste oförändrad investeringskvot möjligen med någon dragning nedåt åtminstone under första hälften av 1970-talet och troligen även ett stycke in på andra hälften av 1970-talet. Den problematik som hänger samman med en höjd investeringskvot tror jag alltså vi kan lämna därhän, eftersom den inte har något direkt samband med det som skisserats i kapitalmarknadsutredningens förslag.

Utgångspunkten för utredningen var istället en ökad andel för industriinvesteringarna inom en oförändrad eller given total investeringskvot. De slutsatser som Dahmén drog i detta speciella fall hade han modererat väsentligt i förhållande till de allmänna perspektiv som han tidigare uppehållit sig vid.

Här vill jag beröra ett par andra saker som kapitalmarknadsutredningen inte på något sätt har tagit upp i sina förslag, men som ventilerats flitigt i den allmänna debatten. Den första är uppfattningen att en placering i aktier skulle öka insynen eller säkra ett löntagarinflytande inom företagen. Kapitalmarknadsutredningen ansåg att placering i aktier av pengar till AP-fonden skulle vara ett ganska dåligt medel för en sådan politik och inte särskilt lämpat ur sådana synpunkter. Man har således inte tagit upp de aspekterna.

Detsamma gäller en mera näringspolitisk uppgift att öka statens inflytande och statens ägande inom industrin genom en aktieplacering. Man har sagt sig på samma sätt där, att ett köp av aktier från fall till fall är ett mycket dåligt instrument. Dessutom skulle det bli ett dubbelkommando i svensk ekonomisk politik om AP-fonderna skulle ges en sådan uppgift. Vi har industridepartementet, och vi har Statsföretag, som verkar på hela det området. Att etablera en konkurrens från AP-fonderna har man inte ansett meningsfullt, och man har därför inte funnit skäl att överväga det. Några sådana argument ligger därför inte till grund för utredningens förslag.

Jag återvänder till utgångspunkten, att uppgiften är att medverka till en ökad investeringskvot för industrin. Det läge som vi har stått inför och står inför och som skisserats i betänkandet är att vinsterna inom hela industrin har sjunkit under 1960-talet och att industrin samtidigt därmed har fått en lägre soliditet.

Man kan också konstatera att det i statens arsenal av ekonomisk—politiska vapen i stor utsträckning saknas ekonomiska medel som direkt kan påverka den långsiktiga vinstutvecklingen inom företagen. Man kan dock på olika sätt påverka priset på kapital. Speciellt är det då fråga om i vilken mån man kan ändra relationen mellan riskvilligt och annat kapital. Den relationen har varit och är fortfarande ogynnsam. Anskaffning av eget kapital i företagen är förhållandevis dyrt. Detta kan säkert sättas i samband med att vi haft den sparandeutveckling som Lars Wohlin har skisserat med en stark förskjutning av sparandet från privata källor över till den statliga sektorn. Lars

Wohlin nämnde att 70 procent av sparandet i dag kommer till stånd inom den offentliga sektorn.

Fråga är då hur vi skall kunna kanalisera kapitalmarknadsströmmarna på ett sådant sätt att vi tillgodoser behov av riskvilligt kapital inom den industriella sektorn. När man ser på det problemet kan det vara skäl att diskutera vad den stagnation i industriinvesteringarna som vi kunnat iakttaga beror på.

Två tolkningar har förts fram och ständigt varit föremål för diskussion. Den ena är att vi har en bestående brist på riskvilligt kapital på marknaden. Jag tror det finns anledning att komma ihåg att den tesen särskilt har drivits av bankerna och inte minst affärsbankerna sedan lång tid tillbaka. Affärsbankerna har också sedan länge framfört förslag om inrättande av olika emissionsinstitut som skulle möjliggöra en ökad tillströmning av riskvilligt kapital till marknaden. Den andra tolkningen är att stagnationen i investeringsutvecklingen och den låga nyemissionstakten främst har berott på dålig räntabilitet inom företagen och att den dåliga räntabiliteten främst varit betingad av en ökad internationell konkurrens, som vi har små möjligheter att göra någonting åt.

Det är svårt att säga vilken av dessa tolkningar som är den riktiga. I kapitalmarknadsutredningen har vi haft livliga diskussioner om den frågan. Man har i viss mån kunnat enas om att det kanske ligger någonting i båda förklaringarna till den utveckling som har varit.

Men oavsett om utvecklingen beror på brist på riskvilligt kapital eller på låg räntabilitet är det alldeles klart att priset på riskvilligt kapital, anskaffat genom aktieemission, är förhållandevis högt. Det problemet har ständigt uppmärksamrats, och olika förslag har framförts om hur man skall kunna lösa det. Man har prövat olika lösningar, t. ex. Annelagen, som infördes för åtskilliga år sedan och därefter har förnyats. Det har också talats om att avskaffa dubbelbeskattningen på aktier. Förslagen om att gå radikalt fram och avskaffa dubbelbeskattningen har emellertid ständigt stött på motstånd hos regering och riksdag och inte kunnat förverkligas.

Kapitalmarknadsutredningen har pekat på dessa problem i samband med beskattningen av riskvilligt kapital och även framhållit önskvärdheten av en förlängning och eventuell utvidgning av Annelagens giltighet. Samtidigt har man sagt att det finns skäl att pröva, om man på något sätt kan stödja anskaffningen av riskvilligt kapital genom kanalisering av AP-fondens medel till aktier. Det är närmast utifrån dessa kapitalmarknadssynpunkter man har lagt fram sitt förslag — jag vill återigen betona att det inte ligger några näringspolitiska motiv bakom.

Man kan sedan diskutera effekterna. Vi är helt eniga med Dahmén om att en effekt blir att vi får en sänkning av priset för nyemissioner genom att det blir en press uppåt på kurserna. Som Dahmén sade innebär förslaget vissa ogynnsamma verkningar ur inkomstfördelningssynpunkt, men kapitalmarknadsutredningen har främst sett till att det är viktigt att vinstnivån höjs i företagen eller att kostnaderna för riskbärande kapital sänks.

Bakom dessa resonemang kring effekten ur inkomstfördelningssynpunkt ligger en uppfattning att en förbättring av vinsterna inte på längre sikt är förmånlig ur inkomstfördelningssynpunkt. En sådan utveckling strider mot vissa uppfatt-

ningar som råder i dag. Den senaste tidens utveckling har emellertid poängterat vilka svåra verkningar ur inkomstfördelningssynpunkt som följer av en nedsqueezad vinst inom företagen med de lösningar som företagen därmed tvingas till. Det är helt klart att den vinstsqueeze som inträffade 1966—67 och 1971—72 och som har lett till att företagen har mycket små marginaler att falla tillbaka på har gjort att företagen omprövat sin personalpolitik. En tidigare förekommande hoarding of labour har inte kunnat fortsätta. Likviditets- och vinstproblemet har värkt ut i ett personalproblem. Man har tvingats avskeda folk och skjuta över det problemet på AMS.

Ser vi problemet ur denna synpunkt är det närmast fråga om vilken inriktning av politiken som är effektivast och gynnsammast ur inkomstfördelningssynpunkt eller vilken väg som är minst ogynnsam ur inkomstfördelningssynpunkt. — Detta är några av de allmänna synpunkter som här gäller. Jag antar att Lars Hansson kommer att ta upp vissa andra aspekter.

Jag vill till slut beröra en fråga som Erik Dahmén var inne på — det gäller de riktade nyemissionerna.

Det har antytts i den allmänna debatten att man skulle kunna tänka sig att AP-fonden skulle kunna få förmånsrätt vid nyemission. Man har gått så långt att man har sagt att man därigenom skulle undvika kursstegringar på aktiebörsen och motverka de ogynnsamma effekterna ur inkomstfördelningssynpunkt av att fonden går ut på aktiemarknaden.

Jag är helt ense med Erik Dahmén om att detta är en felaktig syn. Jag tror inte det går att isolera nyemissionerna genom en speciell inriktning av AP-fonden och därigenom avgränsa effekten av dess agerande. Då är det ganska likgiltigt om man kan åstadkomma riktade nyemissioner eller inte. Det är klart att det i vissa fall kan vara lättare att träffa överenskommelser om man köper hela trancher, men ytterst måste man ändå se på effekten på hela aktiemarknaden.

I det sammanhanget uppstår också frågan i vad mån en fjärde AP-fond kan *sälja* aktier. Kapitalmarknadsutredningen tror inte att fonden i någon större utsträckning kan avyttra aktier som den en gång har förvärvat.

Nu får vi observera att om AP-fonden köper aktier kommer det ur fondens synpunkt att bli en föga lönsam affär. Förräntningen hittills på aktier har varit sådan att den avkastning som den direkta utdelningen givit varit avgjort lägre än för obligationer. Vid avyttring av aktier har genom realisationsvinster avkastningen ofta kunnat lyftas upp. Om fonden har köpt in en stor aktiepost som den sedan försöker sälja, uppstår det ogynnsamma verkningar på aktiemarknaden. Ingenting hindrar givetvis att den fjärde fonden säljer ett hundratal aktier då och då på marknaden, men större försäljningar är helt omöjliga såvitt vi kan se. Det innebär att AP-fonden inte i någon större utsträckning kan tillgodogöra sig de realisationsvinster som andra som agerar på aktiebörsen har möjlighet att skaffa sig. AP-fondens förvärv blir fasta och mer eller mindre eviga. Det är klart att detta får speciella konsekvenser ur inkomstfördelningssynpunkt, och man kan diskutera fram och tillbaka vilka effekterna kommer att bli i längden.

Bankokommissarie **Lars Hansson**, kapitalmarknadsutredningens sekreterare:
Herr ordförande! Jag tänkte säga några ord som sekreterare i utredningen.

Jag kan därvid naturligtvis inte med bestämdhet ange vad utredningens olika ledamöter anser vara det väsentliga i det av utredningen framlagda förslaget utan bara återge något av vad jag själv uppfattat att utredningen funnit centralt i dess överväganden.

När jag såg ämnet för i kväll, "Industritillväxt och kapitaltillförsel — en politisk målkonflikt?", trodde jag i min enfald att frågan om AP-fonden inte skulle bli det centrala temat utan behandlas något mera perifert. Men jag tänkte ta upp en fråga som kanske täcks av tankstrecket och som även Wohlin har snuddat vid — det gäller centraliseringen på kreditmarknaden, vilket jag tycker kan hållas isär från frågan om politiskt inflytande och närmast betraktas som en fråga om marknadsförhållandena på kreditmarknaden.

Jag kanske då först i några korta drag bör erinra om vad förslaget gick ut på. Det gäller skapande av en fjärde fond, och den fonden skall ha exklusiv rätt att placera pengar i aktier eller andra värdepapper som kan omvandlas till aktier. Finansieringen skall ske genom dragningar i de övriga fonderna. Fonden skall få en ovillkorlig rätt att göra sådana dragningar upp till ett visst rambelopp. Som en första ram har utredningen föreslagit 500 miljoner kronor.

Man kan fråga sig hur utredningen har kommit till denna lösning om en fjärde fond. Det skall först sägas att detta är en kompromisslösning men att den innehåller de centrala element som varit viktiga utgångspunkter för utredningen.

Jag vill erinra litet om pensionssystemets bakgrund. Först och främst är det här en fråga om ett system där man har en direkt och ovillkorlig rätt att få pension enligt vissa intjänade pensionspoäng, och denna rätt är oberoende av inbetalade premier. Till systemet har knutits en AP-fond, och motiveringen för den AP-fonden har huvudsakligen varit samhällsekonomisk och inte att skapa särskilda reserver. Fonden finansieras genom avgifter som fastställs av regering och riksdag. Det innebär, kort sagt, att vi här har att göra med allmänna medel liknande skattemedel och uppgående till stora belopp. Medlen förvaltas nu av en fond som inte har ett direkt politiskt ansvar.

Den nuvarande organisationen för fonden är upplagd från de här utgångspunkterna. Det innebär att vi har drivit "neutralitetsaspekten" ganska långt. Det sägs i propositionen att fonden inte skall vara uttryck för en maktkoncentration och att man inte skall gynna speciella låntagargrupper. Fonden måste dock självfallet underordna sig den kreditpolitik som fastläggs.

Ännu klarare har "neutralitetstanken" kommit till uttryck i att man har satsat på trygga och okontroversiella placeringar. Det har väl från professorligt håll ibland påpekats att vi här har en fond med enorm kapacitet och stora potentiella möjligheter att göra riskplaceringar. Då får man komma ihåg att det just är den storlek och det inflytande fonden har, som gjort det nödvändigt att skapa dessa ramar för fonden och begränsa dess placeringsmöjligheter.

Jag behöver inte gå in på motiven till att utredningen har ansett att fonden av samhällsekonomiska skäl bör få vidgade möjligheter att placera i riskkapital. Å andra sidan har utredningen också tagit konsekvenserna genom att skapa institutionella förutsättningar för att begränsa centraliseringen av kreditgivningen. Alla har kanske inte klart för sig vilken väldig centralisering vi har på kreditmarknaden. Under ett åtstramningsår som 1970, då bankernas

utlåningsökning var relativt obetydlig, svarade fonden för uppemot hälften av utbudet till de reala sektorerna på den organiserade kreditmarknaden. Då har jag alltså inte tagit med det mellanled som kallas specialinstitut och som Wohlin berörde, utan jag har i stället räknat med den ursprungliga långgivaren, d.v.s. AP-fonden. Under en stark kreditexpansion som vi har haft i år svarar fonden för ungefär en tredjedel av det totala kreditutbudet. Ännu tydligare blir koncentrationstendenserna om man ser på obligationslångivningen till enskilda företag — fonden svarar nu för mellan 80 och 90 procent av finansieringen av varje obligationslån som upptas av industriföretag. Det betyder att det knappast är rimligt att tala om en marknad i detta sammanhang.

Jag har här talat om AP-fonden som en enda enhet, fastän den består av tre fondstyrelser. Det är utredningens uppfattning att fonden utåt agerar som en enhet med den organisation den har — med en enda administration för de tre fondstyrelserna. Därför har utredningen ansett det som väsentligt att särskilja aktieplaceringar å ena sidan och långivning å den andra. Man har ansett att det inte är rimligt att en organisation som täcker praktiskt taget hela marknaden för obligationslån till enskilda företag också skall göra placeringar i aktier. Därför har man försökt skapa en åtskillnad genom att inrätta en fjärde fond. Hade man utvidgat placeringsrätten för de tre fonder som nu existerar, hade man visserligen fått tre aktieplaceringar och därigenom kunde man tyckas ha skapat möjligheter till ökad konkurrens. Det argumentet faller emellertid enligt utredningens mening på att de tre fonderna arbetar som en enhet.

Man kan naturligtvis tycka att 500 miljoner är ett relativt litet belopp i jämförelse med AP-fondens totala tillgångar eller kreditmarknaden som helhet och att det i och för sig inte borde behöva påkalla så stora organisatoriska förändringar. Till det kan väl sägas att det ändå är ett ganska betydande belopp sett ur vissa andra synpunkter, t. ex. de årliga nyemissionerna av aktier. Jag skulle också tro att beloppet inte ligger långt från värdet av Wallenbergfamiljens innehav av aktier. Dessutom vet man att förändringar som betraktas såsom temporära har en tendens att bli permanenta. Utredningen har därför ansett det viktigt att ta principiell ställning i det här fallet och samtidigt med utvidgningen av placeringsrätten för AP-fonden skapa institutionella förutsättningar för en något större decentralisering av kreditmarknaden, även om det ändå sker i ganska begränsad skala.

Vad jag här har sagt innebär ingen kritik av den placeringspolitik som AP-fonden har fört. Man får emellertid inte blunda för att det trots att det är fråga om ganska okontroversiella och trygga investeringar ändå finns inboende problem i kreditmarknadssystemet, genom den storlek som fonden har. Förvaltningen av fonden har hittills skötts smidigt men för utredningen har det gällt att skapa institutionella förutsättningar som kan ge garantier för att koncentrationsgraden på marknaden i varje fall inte ökar genom att AP-fonden får rätt att placera även i aktier.

Pol mag **Danne Nordling**, Arbetsgivareföreningen: Herr ordförande! Om företagets lönsamhet ökas innebär detta ett berikande av aktieägarna. Eftersom detta strider mot statsmakternas utjämningspolitik kan problemet med

företagens försörjning med riskvilligt kapital inte lösas genom att åtgärder vidtas för att öka lönsamheten. Då återstår endast möjligheten att utifrån förse företagen med kapital.

På denna nu nämnda förutsättning bygger till stor del den hittills förda diskussionen. Samma förutsättning tycker jag mig också finna i kapitalmarknadsutredningens betänkande, dock mer eller mindre outtalat.

Denna förutsättnings hållbarhet kan givetvis ifrågasättas på två olika sätt. Man kan som Erik Höök hävda att trots att en ökning av lönsamheten berikar aktieägarna är detta en effekt som man får acceptera för att kunna lösa industrins tillväxtproblem, men man kan också hävda att det inte föreligger någon politisk målkonflikt. Den för industritillväxten nödvändiga kapitaltillförseln skulle då mycket väl kunna ske genom att man tillät lönsamheten att öka.

När man diskuterar de här problemen måste man komma ihåg att skilja mellan företagens vinster och aktieägarnas vinster. Det gör man inte i den mer högljudda politiska debatten, och den debatten är ganska betydelsefull för det problem som vi diskuterar i dag.

Hur tjänar då aktieägarna på en lönsamhetsförbättring? Till att börja med sägs de ökade företagsvinsterna medföra oacceptabelt högre utdelningar, vilka kommer enbart välsituerade aktieägare till del, och det strider mot tanken på inkomstutjämning. Men är detta verkligen riktigt? Innebär inte ett sådant synsätt att man mer eller mindre anammar den vulgärmarxistiska propaganda som förekommer i dagens samhällsdebatt? Verkligheten ser litet annorlunda ut.

Till att börja med är aktieutdelningarna mycket obetydliga. Det borde därför vara tämligen betydelselöst om de ökar något. De motsvarar ungefär tre fjärdedels procent av lönesumman i näringslivet. Man skulle kunna höja timlönen för arbetare, som man i fördelningspolitiska sammanhang mest ömmar för, med ungefär 11 öre om man konfiskerade utdelningarna — vilket naturligtvis är helt orealistiskt — och gav pengarna åt löntagarna.

Men vad säger att utdelningarna kommer att öka, om lönsamheten förbättras? Det är visserligen ganska naturligt att tänka sig att så kommer att ske, men i verkligheten ser det helt annorlunda ut. Utdelningen till hushållen på aktierna i hela Sveriges näringsliv har i fasta priser inte ökat sedan 1950. De har i själva verket varit tämligen konstanta — variationerna uppåt och nedåt mellan femårsperioderna har rört sig om 5 procent, räknat i fasta priser. Den trenden, som innebär en minskande andel för aktieägarna, kommer knappast att brytas i fortsättningen.

Egentligen är det emellertid ganska ointressant hur stora aktieutdelningarna är eller om de kommer att öka något. De aktieägare som man vill undvika att berika får nämligen just ingen utdelning i handen. Aktievinsterna är i dagens läge i stort sett socialiserade. Låt oss säga att en person äger 3 500 aktier à 100 kronor, och på varje aktie delas det ut 10 kronor. Han får då 35 000 kronor om året i inkomst från sina aktier. Antag att han dessutom förvärvsarbetar och inte tjänar alltför dåligt. Som förhållandena i dag ser ut konfiskerar faktiskt staten först de 35 000 kronorna i utdelning, och sedan tar den ytterligare nästan 5 000 kronor från hans övriga inkomster. Hans förmögenhet har alltså en negativ avkastning på en halv procent.

Hur hänger detta ihop? Jo, den genomsnittliga direkta avkastningen på börsnoterade aktier är ungefär 3,5 procent. Aktierna som personen i detta exempel ägde har alltså ett värde på 1 miljon kronor — vad man nu skall mena med ett "värde" i detta sammanhang. Förmögenhetsskatten på 1 miljon är 15 250 kronor, och med 70 procents marginalskatt är inkomstskatten på utdelningen 24 500 kronor. Det blir alltså ett minus på nästan 5 000 kronor.

Det är först vid en förmögenhet under ungefär en halv miljon kronor som ägaren får behålla en liten del av aktieutdelningen. För riktigt stora aktieägare gäller samma sak — de får behålla ungefär 15 procent av utdelningen på grund av vissa skattemaximeringsregler, men på litet längre sikt tar staten tillbaka även denna del av utdelningarna, och kanske mer därtill, genom arvsskatten, som t. ex. för 1 miljon kronor uppgår till 41 procent och för 5 miljoner till 53 procent och sedan stiger ytterligare för ännu större förmögenheter. Arvsskatten drabbar även ganska hårt relativt små förmögenheter, vilka därmed ytterligare reduceras. Dessutom får aktieägarna av sina övriga inkomster betala realisationsvinstskatter och stämpelskatter.

De, som man säger, välsituerade aktieägarna betalar alltså med största sannolikhet ett större belopp i skatt än vad utdelningarna uppgår till.

Men — kanske någon invänder — aktieägarna tjänar väl på den värdestegring som troligtvis blir följden av en lönsamhetsförbättring? Tvärtom, skulle jag vilja säga. Även om ett ökat underlag för framtida utdelningar skapas genom en lönsamhetsförbättring, visar utvecklingen sedan 1950 att aktieägarnas andel blir allt mindre, men det är betydelselöst eftersom staten tar hand om utdelningarna. Det intressanta är att värdestegringen ger upphov till att aktieägarna får betala högre inkomstskatt, högre arvskatt och högre realisationsvinstskatt. Det förlorar aktieägarna på.

Man kan fråga sig vad som driver folk att köpa aktier? Man bör då komma ihåg att riktigt små aktieägare som bara äger något hundratal aktier får litet kvar av utdelningen efter skatt, men det är knappast utdelningarna som driver folk att köpa aktier, utan alla är ute efter värdestegringar, omedvetna som de är om att alla är med om att betala värdestegringarna. De som lyckas tillgodogöra sig värdestegringen på sina aktier gör det faktiskt på bekostnad av andra aktieägare, som hoppas att det skall dyka upp nya aktiespekulanter som skall betala deras realisationsvinster osv. Men om hela aktieägarkollektivet skulle försöka realisera värdestegringen på aktierna, skulle man snabbt upptäcka att vars och ens aktieportfölj inte var mer värd än en bankbok med samma ränteavkastning som utdelningen på respektive aktieportfölj, och kanske inte ens det. Erfarenheten från börskrascher visar att aktieägarna är i många avseenden irrationella personer.

Aktiernas värdestegring medför alltså inte att löntagarna skulle få det sämre. Inte heller skulle aktieägarna som grupp få det bättre, snarare tvärtom. Aktiernas övervärde, som skiljer dem från motsvarande banktillgodohavanden, är i stort sett av samma slag som värdet på frimärken, konst eller antikviteter, dvs ett inflationsskyddat sätt att placera pengar men med dålig eller obefintlig direkt avkastning — det är ett sätt att placera pengar, som förutsätter att man har förtroende för att folk kommer att fortsätta att placera pengar på detta sätt, men som i aktiefallet kanske på det hela taget inte är så särskilt lönsamt.

Litet tillspetsat skulle man alltså kunna säga att om man är för inkomst-

utjämning bör man också se till att aktiekurserna drivs i höjden. Då kommer också allt fler aktieägare att satsa på nyemissioner, vilket kan sägas innebära att man mer eller mindre gratis avstår pengarna åt företagen. Men detta måste åstadkommas genom en lönsamhetsförbättring. Jag tror inte att det går att använda AP-fondsmedel till detta, eftersom man helst vill klämma åt de gamla aktieägarna. Det är också ganska osannolikt att AP-fonden någonsin skulle kunna sälja hela sitt aktieinnehav, och även om den skulle göra det, köper den nya aktier för pengarna. De gamla aktieägarna kommer alltid att ha fått åtminstone den ursprungliga köpesumman som ett inkomstillskott.

Jag menar alltså att det kanske trots allt inte är så farligt att tillåta lönsamheten att öka. Om det sedan är politiskt möjligt i dagens förenklade debattklimat är en annan fråga, men i denna församling har jag tagit mig friheten att framföra denna kanske något kätterska tanke.

Professor Assar Lindbeck: Jag vill bara göra några enkla, och inte helt sammanhängande, kommentarer och frågor av preliminärt slag.

Danne Nordling har naturligtvis rätt i att det i den allmänna politiska debatten förekommer fullständigt orealistiska föreställningar om kapitalinkomsternas storlek. Om man frågar folk hur stora vinsterna är i förhållande till lönesumman är det inte ovanligt att man får till svar att de båda är ungefär lika stora! Ur den synpunkten är det naturligtvis viktigt att, som Nordling, framhålla att aktieutdelningarna är av storleksordningen 1 procent av lönesumman, och att de samlade kapitalinkomsterna efter skatt inte kan röra sig om mer än 3 eller 4 procent av nationalinkomsten. Det är viktigt att dessa storleksordningar kommer fram, eftersom debatten i landet förefaller att vila på föreställningen att proportionen mellan lönesumma och vinstsumma är radikalt annorlunda — vilket den också är i vissa "halvt utvecklade" länder i exempelvis Latinamerika, där proportionerna ligger närmare 50—50. Men när man vill visa sådana viktiga saker är det angeläget att man inte försöker bevisa för mycket; och det gjorde Danne Nordling.

Antag att vi har 1 000 förmögenhetsägare, av vilka 500 äger aktier. Antag vidare att det sker en kapitalvärdestegring för aktierna, säg en fördubbling från 1 miljon till 2 miljoner. Aktieägarna säljer sina aktier till någon bland de 500 kapitalägarna som *inte* har aktier — jag bortser från realisationsvinstskatten — och de 500 aktieägarna gör på det sättet en realiserad kapitalvinst på 1 miljon. Då säger Danne Nordling i princip, att det betyder att *hela* gruppen på 1 000 förmögenhetsägare inte har tjänat någonting eftersom endast en omflyttning av pengar sker mellan gamla och nya aktieägare. Detta är naturligtvis avigt tänkt. Gruppen på 1 000 personer har ju tjänat 1 miljon via värdestegringen; de 500 som köper aktierna skiftar bara sina tillgångar, exempelvis från banksättningar till aktier. Alla de 1 000 personerna sammantagna har alltså tjänat 1 miljon genom kapitalvärdestegringen, och en del av dem har valt att ta ut vinsten kontant. Det är inte så att de som *köper* aktierna förlorar 1 miljon till dem som säljer; de har endast omplacerat sina tillgångar! Jag kan inte se annat än att Danne Nordling tänker fel, eller om vi så vill "missar frågeställningen", och det gäller också hans artikel i Dagens Nyheter för några månader sedan.

Låt mig sedan göra några andra kommentarer. Man har flera gånger tagit

upp frågan vad stagnationen i svensk ekonomi och i industriinvesteringarna beror på. Jag tror att förklaringen är enkel, kvalitativt sett. Man kan peka på åtminstone fyra faktorer som varit avgörande, även om vi inte känner deras relativa betydelse.

För det första är räntabiliteten låg på grund av höga kostnader i förhållande till världsmarknadspriserna, och därmed blir det på sikt låga investeringar.

För det andra har den totala efterfrågan i samhället "körts i botten" under 1971 och i viss mån också 1972. Produktionskapaciteten ökar med 4 procent per år men efterfrågan endast med 1 à 2 procent per år. Industrin har inte fått avsättning för någon produktionsökning, med påföljd att företagen måste minska sin insats av arbetskraft med cirka 5 procent per år, eftersom arbetsproduktiviteten stiger i ungefär denna takt. Så länge industrin inte får avsättning för produkterna, och kapacitetsutnyttjandet är lågt, blir det vidare låg investeringsverksamhet. Myndigheterna har som bekant hållit nere efterfrågan av flera skäl, bl. a. för att öka prisstabiliteten och förbättra balansen i utrikesbetalningarna (vid fixa växelkurser).

För det tredje har vi brist på privat riksvilligt kapital. Vi har fått en partiell socialisering av kapitalbildningen i landet, vilket betyder att vissa former av riskkapital har torkat upp.

För det fjärde har, som Dahmén säger, stora delar av företagarna i landet fått föreställningen att deras dagar som oberoende privatföretagare är räknade och att den privata företagsamheten i Sverige är i stor fara.

Om myndigheterna vill stimulera industriinvesteringarna — och det tror jag att de vill — kan de välja flera alternativa vägar. Antingen motverkar man företagarnas pessimism om framtiden eller också ser man till att lönsamheten ökar — eller en *kombination* av dessa åtgärder. Ju mer företagen misströstar om framtiden, desto mer måste myndigheterna "muta" dem för att få dem att investera. Ju mer pessimistiska företagarna är, desto större vinster måste de ha. Ur investeringssynpunkt är det naturligtvis ofördelaktigt att skrämja företagarna. Är företagarna ängsliga inför framtiden måste man kraftigt öka "storleken på morötterna", och ändå kan det bli svårt att få företagarna att gripa tag i dem. Det billigaste sättet att stimulera investeringarna är troligen att låta Rune Johansson varje kväll i TV ge företagarna en klapp på axeln.

Erik Höök tog upp frågan om möjligheterna att höja lönsamheten. Jag tyckte att han gick väl långt — det är många här i kväll som fortsätter i tangentens riktning — när han sade att vi inte har några metoder att öka lönsamheten. Det tycker jag verkar överdrivet. Vi har treåriga avtal, och om man mellan avtalsförhandlingarna tar bort löneskatten, eller arbetsgivaravgiften, kan man öka lönsamheten åtminstone på några års sikt. Sedan är det en öppen fråga hur det går på lång sikt — på den frågan vågar ingen svara.

Ett annat medel till ökad lönsamhet inom industrin är naturligtvis devalvering, som kan användas på kort och medellång sikt för att påverka lönsamheten, särskilt om man samtidigt har problem med betalningsbalansen. Slutligen kan man sänka kapitalkostnaderna genom en allmän investeringssubvention (en *negativ* investeringsavgift).

Jag menar att man inte kan utgå från att lönsamheten helt bestäms av faktorer som myndigheterna inte kan påverka; jag tyckte att Erik Höök var på glid åt det hållet.

Det finns naturligtvis också vissa "automatiska" mekanismer som utlöses vid låga företagsvinster och som tenderar att återställa vinsterna. En består i att löntagarorganisationerna börjar ta det litet försiktigare om det slås ut för mycket arbetskraft. När arbetslösheten går upp lugnar löneglidningen ner sig. (En icke-automatisk mekanism är naturligtvis i vissa länder devalvering, såvida de låga vinsterna är kombinerade med underskott i betalningsbalansen).

Under 1960-talet har liberaliseringen av utrikeshandeln, och uppträdandet av nya länder på världsmarknaden, gjort att den internationella konkurrensituationen har hårdnat. Företagen har fått flackare efterfrågekurvor för sina produkter. Det kan tänkas att företagen under 1970-talet därför får finna sig i en lägre vinstnivå än man kunde räkna med under 1950-talet. Det är en intressant fråga i vilken mån de är villiga att acceptera detta. Kanske fordrar detta att även realräntan på finansiellt kapital hålls låg, vilket kan komma att ske automatiskt vid fortsatt snabb inflation.

Om jag sedan får gå in på frågan om det riskvilliga kapitalet, förefaller det att om man vill öka tillgången på riskvilligt kapital utan att driva upp aktiekurserna *starkt*, bör tekniken vara att samtidigt öka både efterfrågan och utbud på aktier.

Ur den synpunkten vore det befogat att i samband med att man eventuellt köper aktier ur nya kapitalfonder (AP-fonderna) också vidta åtgärder som lockar företagen att öka sina emissioner, dvs förskjuter utbudskurvan för aktier åt höger. En sådan metod vore att ta bort dubbelbeskattningen av aktier, dvs att likställa ränta på obligationer med utdelning på aktier genom att göra båda avdragsgilla för företagen. Den metoden har tidigare avvisats av politiska skäl, men det har varit som en isolerad metod. Om den kombineras med ökad efterfrågan på aktier från AP-fonden, kommer saken kanske i en annan dager, om man som just beskrivits kombinerar ett ökat utbud av aktier med ökad efterfrågan. Jag tycker att det inte borde vara helt omöjligt att övertyga politiker och allmänhet om att detta skulle kunna vara rationellt.

Slutligen vill jag fråga Dahmén en sak. Han skisserade två alternativ för svensk samhällsutveckling på lång sikt. Det ena var att övergå till ett statskapitalistiskt ekonomiskt system, där AP-fonden, eller staten på annat sätt, närmar sig ställningen som monopolist när det gäller långfristigt kapital. I realiteten får vi då räkna med att vi på sikt hamnar i ett starkt centraliserat ekonomiskt system av närmast östeuropeisk typ. Det kan hända att detta går att förena med vissa former av politisk demokrati — det är en öppen fråga — men som *ekonomiskt* system skulle det komma att påminna om exempelvis Östtyskland.

Det andra alternativet skulle vara att man fick ökad spridning av privat ägande av aktier på många institut, eventuellt också på kollektivt ägda institut. Personligen hyser jag ingen tvekan om vilken typ av samhälle jag föredrar — det är naturligtvis det decentraliserade fallet, eftersom jag är övertygad om att stor makt förr eller senare missbrukas. Det var lord Acton som sade: "All makt missbrukas; absolut makt missbrukas absolut". Sanningen i detta lär man sig med åren.

Vad finns det då för metoder att behålla, eller åstadkomma, en decentraliserad kapitalmarknad, vilket enligt min mening är en av de viktigaste samhälls-

uppgifterna i dag? Jag tycker att de som är specialister på kapitalmarknadens funktion har skyldighet att ange hur det skall gå till. Jag antar att det skulle kräva dels att det kollektiva kapitalet decentraliseras på många, exempelvis ett tiotal, fonder, som får konkurrera på kapitalmarknaden, dels att vi får särskilda löntagaraktier. Svårigheten är kanske främst att få löntagarna att behålla aktierna. Det kanske finns möjligheter att med skattepolitiska åtgärder stimulera löntagarna att behålla aktierna, så att de som del av lönen får särskilda "löntagaraktier" som görs skattefria (när det gäller utdelningen) så länge de behålls av den löntagare som fått dem, medan skatt utgår för nya ägare när aktierna säljs. Någon metod måste man få fram för att stimulera löntagarna att hålla på aktierna — eljest riskerar man att de bara säljs ut och att man får samma koncentrerade mönster som aktiemarknaden visar i dag.

Ekon dr **Lars Wohlin**: Jag gick i mitt inledningsanförande inte in på frågan varför räntabiliteten sjunkit. Jag tror att det ligger mycket i uppfattningen att en hårdare internationell konkurrens har bidragit till denna utveckling.

Erik Höök sade att ett väsentligt medel i den ekonomiska politiken för att höja investeringarna var att bedriva kapitalsubventionering. Jag håller med Assar Lindbeck när han säger att Erik Höök gick väl långt i sitt påstående att det inte finns andra medel. Jag sökte i mitt inledningsanförande visa att den ekonomiska politiken huvudsakligen försökt stimulera investeringarna med kapitalsubventioner. Med olika mjuka krediter har man försökt sänka kalkylräntan i företagen och göra det mer gynnsamt att utnyttja leverageeffekten och därmed förmå dem att investera mer. Det var inte den svaga investeringsutvecklingen, som jag försökt förklara, utan att man trots allt uppehållit en så hög investeringstakt att företagen under 1960-talets andra hälft fått sin soliditet sänkt.

Frågan är nu om AP-fonden skulle kunna bidra till att ytterligare sänka företagens kalkylränta så mycket att de skulle förverkliga fler investeringsprojekt. Jag tror inte riktigt på Dahmén's tanke att man genom ökad investeringsverksamhet skulle kunna höja räntabiliteten, utan jag förutsätter att industrin tvingas ta till investeringsprojekt som möjligtvis finns idag men som man inte utför därför att de är osäkra eller ger för låg räntabilitet. Om de skulle komma till utförande skulle det innebära en sänkt genomsnittlig räntabilitet.

Det finns två modeller för företagets handlande man kan utgå från när man vill analysera vad som händer om AP-fonden börjar köpa aktier. En modell är att räkna med en maximering av aktievärdet för de nuvarande aktieägarna. I så fall måste nyemissionskursen sättas mycket högt för att man skall få företagen intresserade av att över huvud taget gå ut med nyemissioner. I många fall måste man kanske gå ut med dubbla börskurserna för att inte få sänkt vinst per aktie. Om AP-fonden skulle acceptera så gynnsamma nyemissioner skulle naturligtvis företagen få intresse av att öka investeringsvolymen.

Den andra typen av företagsbeteende innebär att företagsledningen främst ser till företagen som sådana och vill att de skall expandera men inte bryr sig så mycket om aktieägarnas intressen — man kan exempelvis tala om en omsättningsmaximering. Företagsledningen kan då alltid hävda att om man

inte får in nytt riskvilligt kapital måste räntabiliteten sjunka än mer. Endast en satsning på stora investeringsprojekt kan rädda företaget. Bolagsstämman kommer då säkerligen att acceptera en riktad nyemission till fjärde AP-fonden till betydligt lägre kurser än jag nyss nämnde. Tyvärr visar det sig ofta i efterhand att detta ger en mycket låg räntabilitet.

Den tredje punkt som jag skulle vilja ta upp gäller hushållssparandets storlek i förhållande till nyemissionsbehovet eller det ökade behovet av riskvilligt kapital. Man ser ofta att AP-fonderna är de enda som kan tillgodose detta behov. Vad jag vill visa är att det är fråga om en mycket liten summa. Hushållssparandet är två à tre gånger så stort som det ökade behovet av riskvilligt kapital rimligtvis kan uppgå till enligt de beräkningar som jag nämnde i mitt inledningsanförande. Det skulle alltså, enligt min mening, inte finnas några svårigheter för hushållen att kvantitativt klara behovet av riskvilligt kapital. Fråga är dock om de kan få den förräntning på sådana placeringar som de kräver. Den låga nyemissionsverksamheten tolkar jag så att hushållen inte får den förräntning de önskar och att AP-fonderna måste gå in med sitt lägre förräntningskrav för att stimulera verksamheten.

Höök talade om olika överväganden och motiv inom utredningen. Vi analyserar här effekterna och inte de motiv som utredningen haft. Om AP-fonden kommer in får man väl förutsätta att det blir en ständigt återkommande placering av en viss storlek varje år. Jag gissar att det kommer att röra sig om en summa på 200 miljoner. Det vore inte osannolikt att det i fortsättningen skulle förekomma en placeringsaktivitet av den omfattningen. Man måste se litet bortom det omedelbart föreliggande förslaget och söka bedöma vad det politiska handlandet blir på sikt.

Erik Höök nämnde investeringskvoten. Den totala investeringskvoten i samhället förutsättes i den senaste långtidsutredningen inte behöva öka. En fråga som inte diskuterades i den senaste långtidsutredningen var hur den investeringsökning som man ansåg behövdes inom industrin skulle kunna finansieras eller om den över huvud taget kunde komma till stånd. Någon höjd investeringskvot är det inte tal om för samhället som helhet utan det är fråga om en relativt liten omfördelning mellan olika sektorer.

Assar Lindbeck sade någonting om att man skulle hindra en förmögenhetsökning hos existerande aktieägare genom att, när man ökar efterfrågan på aktier, också öka utbudet på aktier t ex genom att göra utdelningarna avdragsgilla. Man skulle då öka utbudet genom nyemissioner, men fråga är om de gamla aktieägarna accepterar det utan att de får en kompensation. De vill ju ha en kursstegring för att acceptera det ökade utbudet av nyemitterat kapital. Jag kan inte riktigt se att man genom den här typen av ökat utbud skulle kunna hålla igen kursstegringarna. Bolagsstämmorna vill kanske inte acceptera det utan att vinsten på aktierna åtminstone är oförändrad. Nyemissionerna måste då ske till kurser som inte späder ut aktiekapitalet, och då måste vinsten per aktie ökas.

(Professor Assar Lindbeck: Skulle ökade realinvesteringar i företagen, finansierade genom aktieemission, vara någonting ogynnsamt för de gamla aktieägarna?)

Nyemissioner får inte vara ogynnsamma för de tidigare aktieägarna. Min

tes är att de inte kommer att ske annat än om de gynnar de gamla aktieägarna.

Slutligen vill jag nämna ett problem som inte har tagits upp här. Om man låter börsnoterade företag nyemittera aktier vet vi inte var de egentligen investerar sina pengar. I viss mån kan man tänka sig att de kommer att göra sina investeringar utomlands. Fråga är då om de förhandlingar om riktade nyemissioner som man får förutsätta kommer till stånd, kommer att vara kopplade till vissa bestämda investeringsprojekt med en viss inriktning, t. ex. att de skall ske inom Sverige eller inom vissa sektorer. Det är en intressant fråga hur förhandlingsomgången kommer att se ut. Det finns en risk för att åtminstone en del av det tillförda riskvilliga kapitalet kommer att placeras i form av utländska investeringar, och det är kanske inte tanken. Detta är bara en reflexion i marginalen.

Professor **Erik Dahmén**: Jag förstår att det kunde låta som om både Lars Wohlins och framför allt min argumentering var polemisk mot kapitalmarknadsutredningen, men den som lyssnade noga kanske observerade att argumenteringen i huvudsak var anknuten till den debatt som dess förslag har framkallat.

Jag skall kommentera några av de punkter som Erik Höök tog upp. Jag börjar med det han sade om att kapitalmarknadsutredningen inte har tagit ställning till frågan om insyn och inflytande. Nej, det påstod jag knappast heller annat än i så måtto att jag sade att följderna av utredningens förslag, om det genomförs, blir en centralisering och en tunnare aktiemarknad och att detta i sin tur har intresse med hänsyn till inflytandet i företagen. Det var en av mina huvudteser att en stor marknad med många intressenter fungerar som ett slags barometer. En mängd olika bedömanden kommer in dagligen. Kommer det i stället in en dominerande faktor som relativt sett minskar denna marknadsmekanisms funktion, är det en sak som har betydelse för inflytandet. Inflytandet utövas inte bara, ja i själva verket sällan, vid bolagsstämmor.

Erik Höök sade att utredningen inte hade haft någon tanke på att staten skulle överta ägandet. Det påstod jag inte heller. Jag bara omnämde det som ett av de alternativ som stod till buds. Om man vill undvika en förmögensökning för ett antal aktieägare vid en räntabilitetsökning är ett alternativ att staten övertar alltsammans.

På bankhåll och industrihåll talas det mycket om bristen på eget kapital, sade Erik Höök vidare. Det är riktigt, men till att börja med vill jag fästa uppmärksamheten på att talet mest gäller bristen på självfinansieringsmöjligheter, och vad bankerna beträffar kan de ju från sina utgångspunkter ha anledning att önska en ökad tillförsel av eget kapital för att förbättra företagens soliditet utan att frågan alls knyts till frågan om höjd investeringskvot eller höjd investeringsandel för industrin.

Sedan vill jag kommentera det som sades om inkomst- och förmögensfördelningen. Till att börja med vill jag säga att man kan diskutera vilken effekt den ena eller andra åtgärden får och man kan — och det var närmast vad jag gjorde — utgå från de bedömningar av effekten på förmögensfördelningen av en räntabilitetsförbättring, som görs på vissa politiska håll och som påverkar ställningstagandena. Här vill jag säga till Erik Höök att den omstän-

digheten att ett antal människor blir arbetslösa och fattigare genom en konjunkturdepression inte rubbar det argument jag förde fram — inte som ett eget argument, utan som ett konstaterande av en politisk värdering som finns — att ett antal aktieägare blir rikare när räntabiliteten stiger.

Jag är glad att Assar Lindbeck bemötte det som Nordling sade. Jag tror ändå inte jag skall gå hem och gråta några tårar över mina Sonesson och Incentive eller fröjda mig över mina Kopparberg. Jag tycker att Nordling bevisade väl mycket.

Hur skall man bära sig åt för att sprida aktieägandet?

Jag har kanske den läggningen att jag har lättare att säga att ett ägg är skämt än att själv värpa ett. Jag har verkligen inte något program att komma med, allra minst vid det här tillfället. Jag håller med Assar Lindbeck om att det är en väldig fördel från de synpunkter som både han och jag redovisade, delvis explicit och delvis implicit, om vi får en ökad spridning. Nog funnes det möjligheter, om det ansågs politiskt opportunt, att åstadkomma en spridning bland annat genom skattemässiga reformer av olika slag, och nog vore det värt en utredning.

Jag hajade dock till och blev litet ängslig när Assar Lindbeck kom in på tanken att man skulle hindra människorna att sälja aktier.

(*Assar Lindbeck*: Inte hindra dem, men ge dem ett incitament att hålla kvar aktierna.)

Vi har ju en grundläggande föreställning att det är bättre ju större rörelse det är i alla portföljer, små eller stora. Jag kan tänka mig intuitivt att här finns ett dilemma från skattesynpunkt, och det vore bra om saken verkligen penetrerades.

Den ojämna aktieägarfördelning vi har är väl i hög grad betingad av det historiska förlopp som lett fram till den nuvarande situationen eller till den situation som vi hade för några decennier sedan — därefter har en viss spridning ändå skett, och många fler äger nu aktier än för några decennier sedan, även om det bara rör sig om små poster. Det är väl utvecklingens gång, om man inte gör någonting speciellt åt saken, men visst bör man försöka påskynda utvecklingen. Jag tror att upplysning på den punkten kan göra en hel del, och då kan man väl använda den sortens upplysning som Nordling var inne på i den del han inte bevisade för mycket.

Den viktigaste punkten för mig var det som Erik Höök sade allra först, nämligen att som långtidsutredningen och kapitalmarknadsutredningen inte hade som huvudproblem, att få en höjd investeringskvot. Det lät illa med tanke på min framställning. Det lät som om större delen av min byggnad skulle raseras med det påpekandet, och kvar skulle bara bli det som jag berörde på en eller två minuter mot slutet, när jag talade om den nedprutade ambitionen att målet skulle vara en oförändrad investeringskvot och en höjd andel för industrins del.

Nu tror jag — och det sade jag i inledningsanförandet — att samma sorts resonemang i allt väsentligt gäller även vid den nedprutade ambitionen. Jag kan inte se att det skulle finnas någonting att ändra i min modell utom utbyte av en del verb — själva tankeinnehållet blir precis detsamma om målet är att höja en investeringskvot och öka industrins andel av den, som när man räknar med risken av en minskad investeringskvot och en minskad industriandel, men

vill undvika en sådan utveckling. Samma typ av resonemang måste väl gälla även med det perspektivet. Erik Höök menade att det bakom kapitalmarknadsutredningens arbete har legat en tanke att man skall undvika att investeringskvoten sjunker och industrins andel minskar, men ändå har man problemet med inflation. Så hela mitt resonemang om vikten av stimulans åt sparatet kvarstår under alla förhållanden.

Till sist vill jag tillägga att även om investeringskvoten tenderar att minska och industrins andel av den tenderar att minska, utesluter inte det att man bör sätta upp det ekonomisk-politiska målet att investeringskvoten i stället skall öka. Man kan peka på många områden där det vore angeläget att öka investeringarna — man kan räkna upp område efter område utom bostadsområdet. Därför rubbas inte mitt resonemang av vad Erik Höök sade.

Ordföranden, direktör Stig Svensson: Det återstår nu för mig två uppgifter. Den ena är att varmt tacka våra inledare och våra övriga debattörer för en intressant kväll.

Den andra uppgiften är att tacka vår avgående ordförande, som under tre år har lett Nationalekonomiska Föreningens öden. Han har varit motorn i föreningens arbete under denna tid, och han kommer att saknas mycket på den posten. Nu är det emellertid så klokt ordnat genom det beslut som har fattats tidigare denna kväll att Assar på ett mycket adekvat och effektivt sätt fortfarande är knuten till föreningens verksamhet såsom ansvarig utgivare m. m. för den nya tidningen *Ekonomisk Debatt*, som kommer att utge sitt första nummer redan i februari månad.

Det är något av en epok i Nationalekonomiska Föreningens historia som slutar i och med Erik Dahmén's inlägg, eftersom det är det sista som kommer att tas in i föreningens förhandlingar i det nuvarande skicket. Vi kommer i fortsättningen att publicera inläggen i en mer komprimerad form.

Ett varmt tack uttalar jag också till vår avgående sekreterare Johan Facht, som likaledes under tre år har slitit och släpat med föreningens inte alltför lysande ekonomi. Han har därvid fått praktisera vad som en gång predikats i denna handelshögskolas aula, nämligen hushållning med knappa resurser. Han har också haft många andra uppgifter, såsom organiserandet av sammanträden och utgivningen av föreningens förhandlingar.

Jag tycker, mina kvarvarande vänner, att vi på samtliga medlemmars vägnar skall varmt tacka dessa två nu avgående med en applåd.