

— AV PROFESSOR GUNNAR ELIASSON —
VD INDUSTRIENS UTREDNINGSPENSTITUT

DEN SAMHÄLLSNYTTIGE INSIDERN

MYCKET ETIK

Denna artikel kan du läsa på två sätt. Antingen i en sammanfattning eller i en längre mer ingående artikel. Sammanfattningen återfinns på detta uppslag och huvudartikeln börjar på nästa.

TÅL

●●● Cash Management äger rum på alla nivåer i finanssystemet; inne i företagen, mellan företagen och på hög ekonomisk-politisk nivå. Det handlar lika mycket om förmögenhetsförvaltning som likviditetsplanering. De senaste årtiondenas skyfflande av förmögenhetsvärden i den svenska ekonomin, särskilt mellan det offentliga och det privata är ett barockt inslag i en marknad där lugn och kall sans borde ha rått.

Men så har också perioden samtidigt kännetecknats av att en tidigare framgångsrik ekonomisk utveckling avstannat.

Betydelsen av att aktiemarknaden någorlunda rätt värderar företagens framtida vinster har länge undervärderats i det politiska Sverige. Felinformerade och överreglerade finansmarknader har varit ekonomiskt destruktiva och förklarar en inte oväsentlig del av 70- och 80-talens ekonomiska stagnation. Framför allt har våldsamma, godtyckliga och störande förmögenhetsomfördelningar åstadkommit genom en kombination av skatter, inflation och regleringar.

I ett långsiktsperspektiv är det viktigt att transaktioner som leder till en förbättrad real struktur stimuleras och underlättas, medan kortsiktiga transaktioner som enbart föranleder förmögenhetsomfördelningar undviks. För att så skall ske måste priset hela tiden ligga någorlunda rätt, det vill säga marknadens aktörer måste vara så väl informerade som det över huvud taget är möjligt.

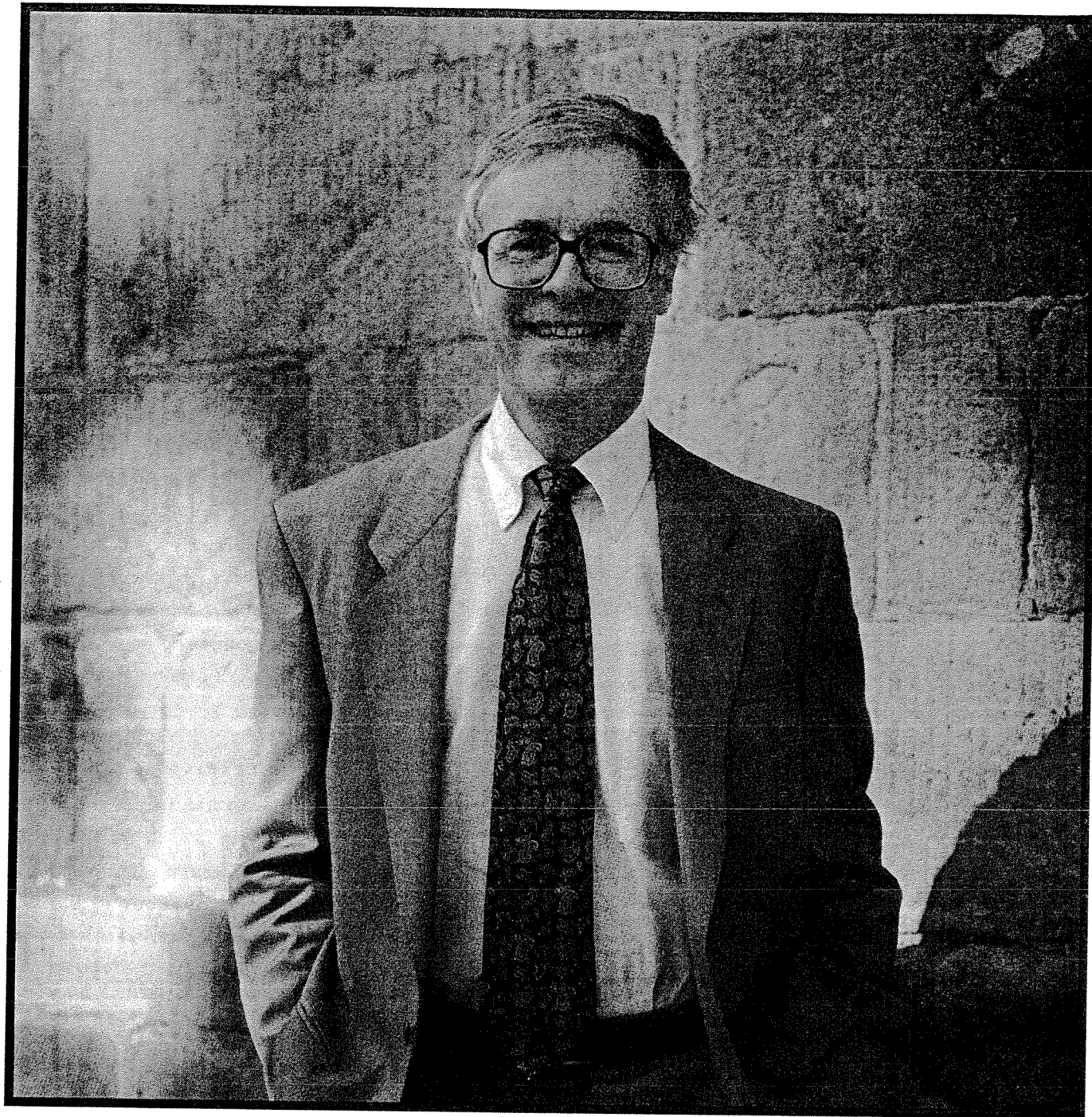
AKTIE- MARKNADEN?

Insiderns kunskaper måste med andra ord fram. Ett företag med dålig struktur och dålig ledning kommer, på en välinformerad marknad, att värderas lågt. Detta stimulerar uppköp och en omorganisation tvingas fram. Belöningen blir kapitalvinster för den nya, mer kompetenta ledningen. Om priset låg fel i utgångsläget gör de spekulanter som rättar till priset en samhällsekonomiskt positiv insats, även om de tjänar stora och snabba pengar på transaktionen. Samhällsekonomiskt bör dock en sådan situation undvikas.

En aktiemarknad kan aldrig bli maximalt informerad utan att insiders tillåts att någorlunda fritt handla och sälja värdepapper i de egna företagen.

De etiska motiven för att begränsa insiderhandeln är delvis missförstådda och motverkar genom sin godtycklighet i många avseenden sina syften. Man kan med fog fråga sig vad det spelar för roll om insidern, genom att korrigera priserna på aktiemarknaden i rätt riktning, tjä-

DEN



— AV PROFESSOR GUNNAR ELIASSON —

VD INDUSTRIENS UTREDNINGSINSTITUT

SAMHÄLLSNYTTIGE INSIDERN

nar pengar på sin information och sin kompetens. Dessa vinster är obetydliga i förhållande till det samhällsekonomiska värdet av att få prisbildningen i balans. Kompetens och information kan i detta sammanhang dessutom inte hållas isär.

Varje reglering av insiderhandel kommer därför att bli lika godtycklig till sina konsekvenser som *ingen* reglering alls. Det är därför olyckligt om vi mekaniskt kopierar in den amerikanska lagstiftningen i Sverige, där etiken

tycks ha fått en överdimensionerad och samhällsekonomiskt destruktiv roll. Artikeln går in på en rad intressanta resonemang och slutar med konstaterandet att det bara finns ett någorlunda pålitligt sätt att bli informerad om ett företags vinstsituation, nämligen när insiders handlar i det egna företagets aktier.

Därmed finns det egentligen bara ett sätt för marknadens experter att vara effektiva och det är att så snabbt som möjligt upptäcka att insiders köper eller säljer. □

DEN SAMHÄLLSNYTTIGE INSIDERN

De senaste tio åren har bjudit på en serie uppvisningar i det kapitalistiska samhällets dynamik, eller nyckfullhet skulle någon kanske säga. Det ekonomiska systemet har till och med lyckats skaka loss klåfingriga byråkrater och samhällsplannerare ur pålsen. Ett exempel är valutaregleringen. Dessa politiska personer har under många år "mekat" med marknadskrafterna i syfte att kontrollera dem. Sålunda slutade en era nästan ett halvt sekel lång av ambitiös inkomstutjämningspolitik, via vilken en växande andel kapital överfördes från privat till offentlig ägo, under det sena sjuttioalet med en plötslig och massiv återföring av kapital i privata händer.

••• Det var i början inte helt klart hur exakt resurserna fördelades tillbaka, annat än att återföringen blev betydligt ojämnare än den ursprungliga fördelningen i privata händer varit. Svenska miljardärer växte upp som svampar ur jorden, en möjlighet som varit en oerhörd tanke i det politiska Sverige bara några år tidigare. Man började tala om spekulation. Plötsligt har det bränt till igen, flertalet nyrika verkar ännu plötsligare ha blivit utfattiga. Bankerna har visat upp sig som tämligen klantiga långgivare, som förlorar pengar i miljardklassen. Vad har hänt? Vart har pengarna tagit vägen? De verkar denna gång inte ha tagits tillbaka av det offentliga. Kan det möjligen vara så att de återgått till de ursprungliga ägarna, de privata spararna?

Ännu viktigare än vem som vunnit i detta politiskt ekonomiska lot-

teri är svaret på frågan: Är det bra för ekonomin om förmögenhetsvärden skyfflas fram och tillbaka på detta sätt. Vi kan erinra oss att svensk ekonomi under samma period tappat farten på ett oroväckande sätt. De här fenomenen kanske beror av varandra? Om detta skall resten av denna artikel handla.

KOMPETENS KAN ALDRIG VÄRDERAS HÖGT NOG

Att sätta rätt pris på ett företag är aktiemarknadens viktigaste uppgift. Ett företags värde är nuvärdet av alla dess framtida vinster. Dessa vinster är osäkra. De framtida vinsterna räknas ned till nuvärde med hjälp av räntan plus en faktor som uttrycker osäkerheten. Osäkerheten beror på hur informerade marknadens aktörer är om företagen. En effektiv värdering av företag kräver därför informerade marknader.

Spelar det någon roll om priset på företag (aktiekursen) sätts "rätt"? För inte så länge sedan var den allmänna synen bland ekonomer, debattörer och politiker att aktiemarknaden inte spelade någon roll för produktionens effektivitet och tillväxt. Det finns fortfarande vissa som tycker så. Men sjuttioalets väldiga förmögenhetsöverföringar, bland annat via aktiemarknaden, har visat på den betydelse felsatta priser på förmögenhetsobjekt har, nämligen att felsatta



— AV PROFESSOR GUNNAR ELIASSON, VD INDUSTRIENS UTREDNINGSPÄRINSTITUT —

priser ger underlag för vinstgivande arbitrageaffärer. Politiker kallar detta för spekulatlon och anser sådana affärer "fula".

Om vi kan visa att det är väsentligt att priserna på företagsvärden är någorlunda rättvisande, har vi å andra sidan också visat att spekulanterna gör samhällsekonomisk nytta.

Om priset på ett företag "är fel" betyder det att, givet allmänt tillgänglig information, kan priset när som helst ändra sig radikalt utan att någon väsentlig ny information tillkommit. Detta innebär att de som handlar idag kommer att göra godtyckliga vinster eller förluster beroende på om de säljer eller köper. De deltar i ett lotteri. En sådan situation är inte bra ur fördelningsynpunkt, även om den svenska moralen tycks vara att lotterivinster är det enda accepterade sättet att bli rik.

Men allvarigare än fördelningskonsekvenserna är att aktiemarknaden är den marknad på vilken företag (hela eller delar av) byter ägare, kombineras om och förändras strukturellt. Dessa förändringar är det viktigaste inslaget i ett företags långsiktiga överlevnadshistoria. Råkar "omkombinerings" slå fel klarar sig inte

företaget i konkurrensen. I ett historiskt perspektiv - ett halvt sekel eller längre - går de flesta företag under. Det blir i ett långsiktsperspektiv viktigt att transaktioner som leder till en förbättrad framtida realstruktur stimuleras och underlättas, medan kortsiktiga transaktioner som enbart föranleder förmögenhetsomfördelningar undviks. För att så skall ske måste priset hela tiden ligga någorlunda rätt, det vill säga marknadens aktörer måste vara så väl informerade som det över huvud taget är möjligt. Insiderns kunskaper måste med andra ord fram.

Ett företag med dålig struktur, och dålig ledning kommer då att värderas lågt, uppköp stimuleras och omorganisation tvingas fram. Belöningen blir kapitalvinster för den nya, mer kompetenta ledning som tar över och förändrar företaget, och vice versa. Om priset låg fel i utgångsläget gör de spekulanter som rättar till priset en samhällsekonomiskt positiv insats, även om de tjänar stora och snabba pengar på transaktionen. Poängen är att undvika att denna situation uppstår. Frågan är vad som från början åstadkommit de felaktiga priserna.

"Blir det för mycket ordning stryps initiativ och dynamik.

Blir det för lite ordning uppstår kaos och ineffektiv oreda"

ÄR MARKNADENS AGENTER VÄL INFORMERADE?

Vid varje ögonblick fattas miljontals ekonomiska beslut i världsekonomin, på alla nivåer, i Ludvika, i New York eller på planet till Tokyo. Dessa beslut bygger på den information varje beslutsfattare har, om sig själv, om sin närmaste omgivning och om läget i världsekonomin. Beslutsfattarens grundläggande problem är att bedö-

ma, inte bara läget just nu utan också hur alla andra, för honom viktiga beslutsfattare, tar ställning på grund av den information och den kompetens de har. Den typiska situationen är att alla beslutsfattare är olika informerade och besitter en på olika sätt sammansatt och utvecklad kompetens. Alla beslut och planer konfronteras i marknader och i sammanträdesrum. De stämmer självfallet

inte. Det mesta blir mer eller mindre fel och misstämningar av alla planer korrigeras bland annat genom prisbildning på marknaderna. Denna anpassning utgör just marknadens dynamik. Misstag hör till ordningen för dagen i affärlivet och utgör i det större sammanhanget en normal kostnad för ekonomisk utveckling. Framgångar beror på kompetens, tur och andras misstag. Orsaken till att det måste gå till så här är att ingen någonsin kan "se rakt igenom" hela världsekonomin komplexa maskineri, förstå vad som händer och fatta ett helt informerat beslut. En fungerande marknadsekonomi kännetecknas därför av en *experimentell organisation och ordning*.¹⁾

Men någon ordning måste det vara. Blir det för mycket ordning (planering, reglering, kontroll) stryps initiativ och dynamik. Blir det för lite ordning uppstår kaos och ineffektivt oreda.

KAPITALMARKNADEN

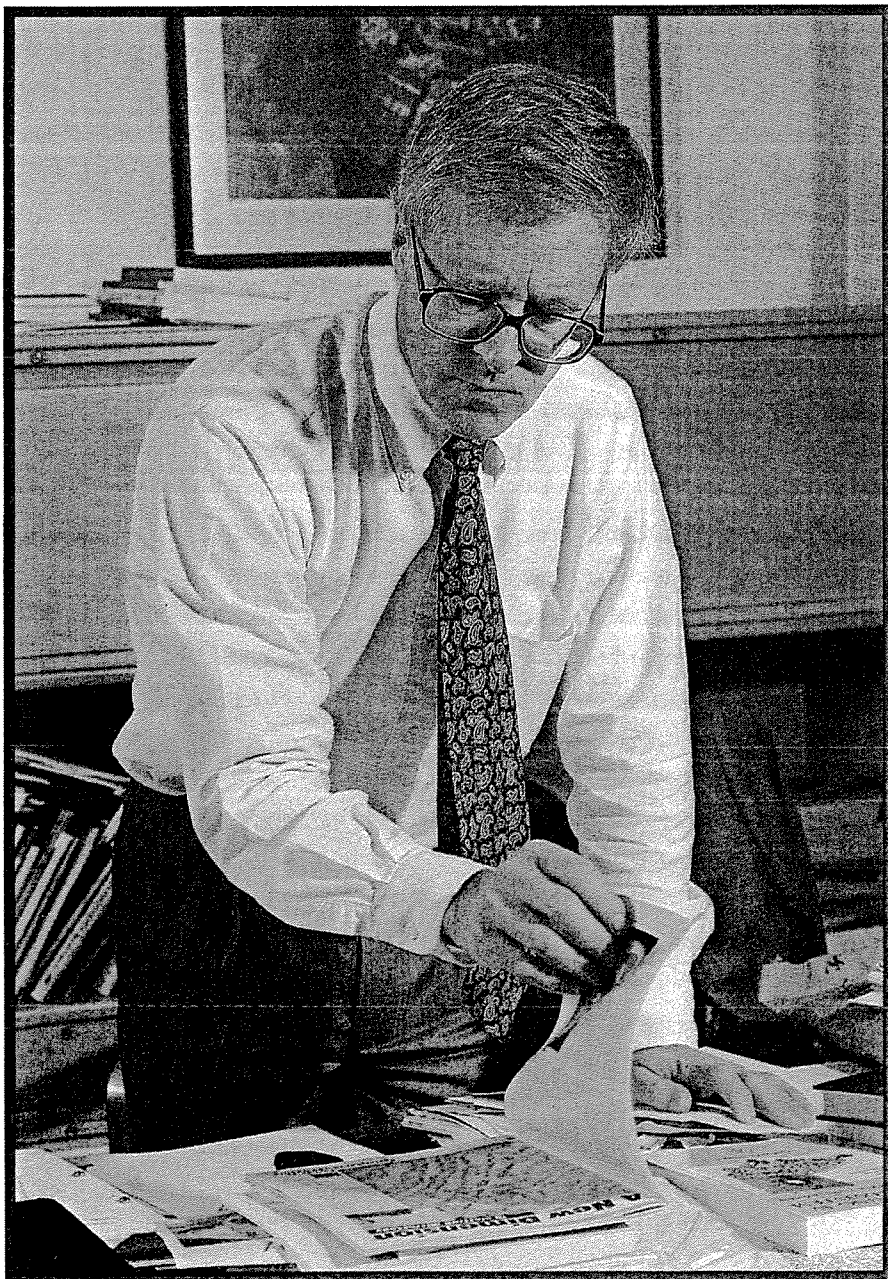
ABSORBERAR OCH UTNYTTJAR

MISSTAG

I ett fungerande finanssystem måste alla lära sig att fungera och trivas under den osäkerhet som råder i en ekonomisk värld där varje affärsbeslut är ett experiment, som kan bli fel, men där många experiment behövs för att några få riktiga framgångar skall uppnås. Konsekvenserna av alla misstag och anpassningar samlas ihop på en grupp marknader, nämligen

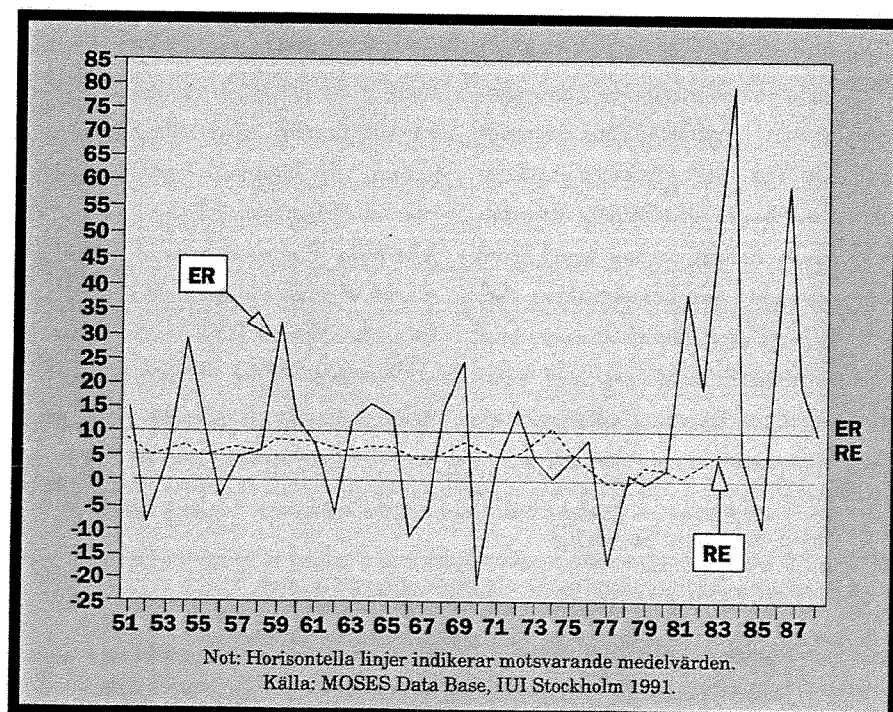
1) Se *Expansion, avveckling och företagsvärdering i svensk industri*, IUI, Stockholm 1988, s 139ff.

2) Se Eliasson, G., 1991, The Firm as a Competent Team, *Journal of Economic Behavior and Organization*.



gen finansmarknaderna, särskilt aktiemarknaden. Det är därför inte underligt att den finansiering som sker via aktiemarknaden går under namnet "riskkapital". Finansmarknaderna, särskilt aktiemarknaden, är överordnad alla andra marknader, därför att den sätter pris på de objekt som ligger individer och företag närmast om hjärtat; nämligen förmögenhetsobjekt, samt bestämmer kostnaden för att vara otålig, det vill säga räntan. I finanssystemet prissätts övergången mellan nutid och framtid. Detta innebär att prisbildningen på förmögenhetsobjekt någorlunda väl bör spegla faktiska och förväntade vinster på den underliggande reala produktionen av varor och tjänster, som prissätts på alla andra marknader, de så kallade fundamentala variablerna. Om så sker kommer marknadsmaskineriet att sända ut pålitliga och tolkningsbara (pris) signaler till alla som köper och säljer.

FIGUR 1:
Effektiv avkastning på aktier (ER) jämfört med real förräntning på eget kapital före skatt (RE).



Modern ekonomisk teori betonar betydelsen av att marknaderna är välinformerade. Modern ekonomisk teori visar också att större delen av resursförbrukningen i en ekonomi handlar om kunskapsanvändning och

kommunikation i olika former. I centrum för informationsmaskineriet återfinns, som nämnts finansmarknaderna, som utövar stark kontroll på ekonomins övriga funktioner. Finansmarknaderna har därför varit föremål för större och mer genomgripande regleringar än alla andra marknader. Det mest långtgående försöket att ta över kontrollen av kapitalet är det socialistiska experimentet i öst, med nedkörda och förstörda ekonomier till följd. Men det svenska övertagandeförsöket genom löntagarfonderna var till sina ursprungliga ambitioner nästan lika långtgående. Aktiemarknaden bedriver handel i företagskontroll, eller snarare företagskompetens, som via ägarna kommer företagsorganisationen och dennas människor till del. Det är inte likgiltigt för ekonomins prestanda och tillväxt *hur* sådan kontroll genom kunskap utövas. Framför allt gäller att det krävs kompetens även av de som handlar i de värdepapper som utgör äganderättsbevis i produktionskapitalet. Med den handelen följer kontroll över produktionsorganisation, hela arbetsplatsens affärsorientering och alla viktiga anställningsbeslut. Det bästa sättet att beskriva en affärsorganisation, är som ett kompetent arbetslag,²⁾ där sammansättningen av arbetslaget i hög grad bestäms på just arbetsmarknaden. Marx fick på sin tid för sig att ett företag bestod av maskiner och byggnader med rykande skortstenar - som IUIs logo (*se sidan 54 figur 3*) - som i sin tur byggts upp av lagrade arbetstimmar. Idén innehöll ett korn av sanning, men var i princip absurd, även om den i sin speciella formulering passade Marx' syften. Det trista är att det kapitalistiska samhällets högberg, finansmarknaderna i högsta grad och i god Marxistisk tradition, ser sig som handlare i äganderättsbevis till hårdvaruka- ➤

pital, när finansmarknadernas huvuduppgift är att fungera som förmedlare (allokerare) av kompetens och information.³⁾ Om dessa marknader värderar de finansiella kontrollinstrumenten uppåt väggarna fel, vilket de ofta gör, kan allokeringen av kompetens också bli alldeles uppåt väggarna fel. Gravyt undervärderade aktier lockar korttidspekulanter och kan få den långsiktigt syftande industrialisten på fall. Situationen på svensk aktiemarknad åren 1975-1979 (se figur 1 och 2) var inte bra för den svenska ekonomin. Uppenbarligen kunde de informerade kompetenta och långsiktigt syftande aktörerna inte göra sig gällande på aktiemarknaden, eller vågade inte därför att de trodde att statens och fackets löntagarfonder skulle ta över industrikapitalet för en lagstiftad spottstyver.⁴⁾

Eftersom större delen av all resursanvändning i en ekonomi handlar om *kunskapsbaserad informationshantering*, måste var och en som vill förstå hur en ekonomi fungerar också förstå hur denna informationsverksamhet äger rum på marknaderna. De som är kompetenta och informerade blir *insiders* i ett omfattande, vidlyftigt spel där de flesta deltagarna är oinformerade eller mer eller mindre felinformerade. Den som är kompetent och informerad gör i allmänhet bättre affärer än den som inte är det.

DEN FULE INSIDERN

Adam Smith's (1776) geniala idé var att marknadsekonomin skulle organiseras så att alla kompetenta och in-

formerade individer och företag, utan hjälp av "synliga händer", skulle fås att i sitt eget intresse arbeta för allas bästa. I modern språklig tappning sade Adam Smith att insiders skulle

FIGUR 3



stimuleras att genom produktion och handel bygga ekonomisk välfärd, men att marknaderna skulle organiseras så att konkurrensen dem emellan höll deras vinstbegär i schack. Hur kan man därför på bästa sätt få kompetens

och information att i symbios med egenintresset styra besluten rätt i en ekonomi? Modern finansteori brukar tala om *effektiva marknader* och skiljer därvid⁵⁾ mellan *starkt effektiva*, *halvstarkt effektiva* och *svagt effektiva* marknader. Starkt effektiva marknader föreligger när alla vet vad som kan vetas, all information är offentligt tillgänglig utan kostnad och inga insiders, som vet mer figurerar på marknaderna. Halvstarkt effektivitet kännetecknas av att alla offentliga fakta (prognoser, politiker etc) är lätt tillgängliga eller inbakade i marknadens priser. "Insiders" kan däremot veta mer. Vid svagt effektiva marknader är inte heller all offentlig information känd. Enligt denna teori, som formulerades i den konservativa ekonomins högsäte, Chicago universitet⁶⁾ blir aktiemarknaden ett mer eller mindre riggat lotteri. I de starkt effektiva marknaderna finns all infor-

mation tillgänglig i marknaden, också det insiders vet. Resten, det vill säga det mesta, är ett slumpmässigt informationsbrus, som man egentligen inte kan göra affärer på. Den starkt effektiva marknaden är därför ett rent och schysst lotteri för alla. Marknaden har då ingen real betydelse. Beslutsfattaren drar en lott när han formulerar sitt beslut och utfallet är rättvist och slumpmässigt, med en rejäl ojämn normalfördelning av inkomsterna som följd. De svagt effektiva marknaderna har mer karaktär av Solvalla, med stalltips och informerade insiders, som tar hem den stora vinsten. Denna intellektuella konstruktion (teori), som är mycket elegant, har haft ett oerhört inflytande på tänkandet inom senare års finansiella ekonomi. Mellan det rättvisa lotteriet och den svagt effektiva marknaden figurerar den ofullkomliga, verkliga marknaden, där fula insiders håller inne med sin information, det vill säga tjänar grova pengar på spekulation i andras okunnighet. Idealet är att gå från svagt effektiva till starkt effektiva marknader, genom att lagstifta bort handel av insiders (disclosure laws). Den intellektuella konstruktionen från Chicago har varit vägledande för insiderlagstiftningen i USA, som håller på att bryta ned, för ekonomin, viktiga informationsmekanismer. I Sverige har vi som vanligt, med tio års efter-

3) Pelikan, P., 1989, Evolution Economic Competence and the Markets for Corporate Control, *Journal of Economic Behavior and Organization*.

4) För en diskussion av finansmarknadernas närsynhet, se Wihlborg, 1991, Aktiemarknadernas närsynhet och företagets investeringsbeslut, *Cash-Links* nr 3, 1991, s 46-55.

5) Se Eliasson, G., 1988, Ågare, entreprenörer och kapitalmarknadens organisation i *Expansion, Avveckling och Företagsvärdering* i Svensk Industri, IUI, Stockholm, s 189ff.

6) Se Fama, E.F., 1970, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, Vol. 15 (May), *Expansion, avveckling och företagsvärdering i svensk industri*, op cit s 168ff samt Eliasson, G. - Wihlborg, C., 1991, Spelet till Nobels minne, *Cash-Links* nr 1, 1991, s 60-67.

släpning, börjat kopiera den amerikanska lagstiftningen i de delar där den politiskt (moraliskt) passar oss, det vill säga i de delar där den är mest destruktiv.

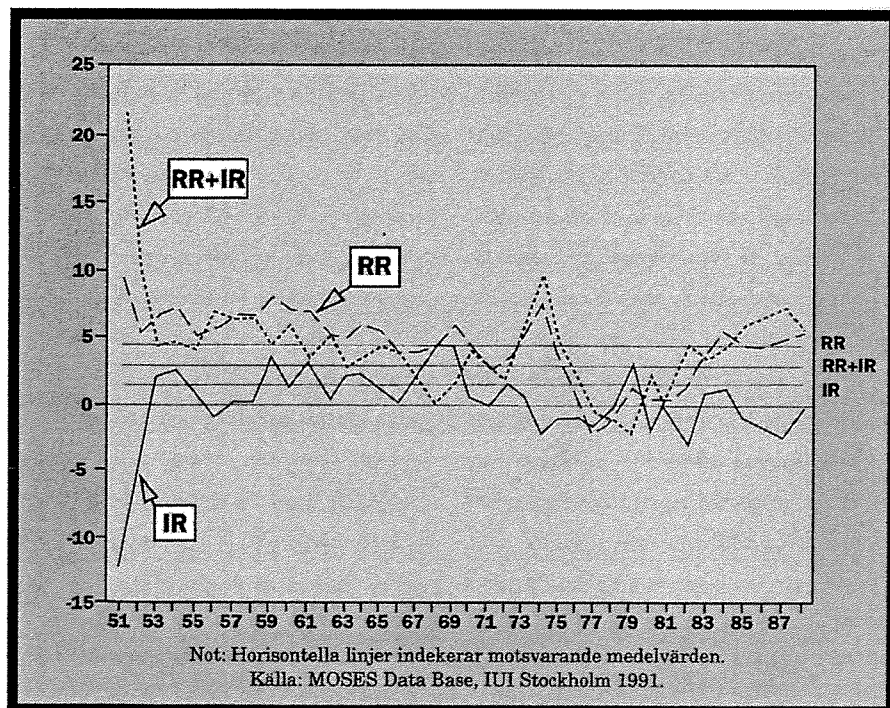
DEN BETYDELSEFULLE OCH SAMHÄLLSNYTTIGE INSIDERN

En insider vet mer än marknaden, på grund av sin speciella position, som VD eller styrelseledamot i ett företag. En insider kan därför utnyttja sin information genom att köpa och sälja i rätt tid och därmed föra över vinster till sitt konto, som annars kunde ha tillhört andra. Insidern uppfattas därmed som en person som är informerad eller inte är informerad. Informerad är man i vissa positioner i samhället, annars inte. De för prisbildningen på förmögenhetsobjekt viktiga faktorer i samhället handlar dock inte om information. Det handlar om att förstå, kunna bedöma, fatta beslut under osäkerhet och så vidare. Den viktigaste uppgiften för de, som på grundval av sin position klassas som insiders, är just att bedöma, utvärdera osäkra faktorer och fatta beslut. I den experimentellt organiserade värld vi talar om innebär detta både att vara informerad och att vara

kompetent att fatta beslut. De två sidorna går inte att hålla isär, men det är kompetensen som avgör affärsresultatet. Det faktum att en duglig person fattat ett beslut är en signal till marknaden att viktiga bedömningar gjorts. Den viktiga informationen är att kunniga insiders fattat beslut, inte att de fått reda på något. Den signalen ger viktig information för marknaden. Den är endast pålitlig när den kompetenta insidern själv agerat på marknaden genom ett eget affärsbeslut som innebär ett eget finansiellt åtagande.

De som klassas som insiders i den amerikanska insiderlagstiftningen är de som är mest kompetenta. De sitter både inne med information och har förmågan att fatta kompetenta affärsbeslut. Det är VD, styrelseordföranden, de största, dominerande ägarna och så vidare. Att förbjuda dem att köpa och sälja i det egna bolagets aktier berövar alltså marknaden pålitliga signaler, det vill säga det innebär att det stora flertalet ägare fattar oinformerade beslut. Sådan lagstiftning kan vara mycket destruktiv.

FIGUR 2:
Real förräntning av totalt kapital (RR) jämfört med den reala räntan (IR).



SIGNALER MÅSTE VARA TROVÄRDIGA

Men, säger byråkrater och jurister, en insider kan väl förmås att tala om vad han vet och vad han skulle vilja göra, även om han inte får köpa och sälja själv. Men insidern har inget eget intresse av att avslöja vad han vet, om han inte själv får tjäna pengar på sin kompetens och information. Han har dessutom inget eget intresse av att bjuda på sin kompetens om andra, om han själv inte tjänar pengar på det. Så när insidern, till exempel VD, inte får köpa och sälja, då är hans intresse snarare att sprida ut felaktiga signaler, så att de tillgodoser hans intressen en annan gång. Det finns därför en stor litteratur om hur sig-

DEN SAMHÄLLSNYTTIGE...

naleringen på aktiemarknaden skall bli trovärdig. Den rekommenderade utgångspunkten är att VD med ord "klargör" läget och hoppas att aktiemarknadens agenter tror honom, trots att han talat i eget intresse. Detta är inte särskilt trovärdigt. Den



Det finns egentligen bara ett sätt för marknadens experter att vara effektiva och det är att så snabbt som möjligt upptäcka att insiders köper eller säljer.



klassiska modellen är att med företagets utdelningspolitik signalera framtida utdelningar. Eftersom finansörins grundpostulat är att företagets värde är nuvärdet av alla framtida utdelningar, bör denna politik bli kursstyrande. Men företaget kan på samma grund bibehålla eller höja utdelningen innan företaget går dåligt, om man vill hålla upp kursen och därmed lura marknaden. Denna politik är inte förbjuden, däremot att VD säljer ut allt, när han ser att företaget håller på att gå under. Den första signalen är förrädisk, den andra är en effektiv signal som marknaden omedelbart reagerar på.

Återköp av egna aktier är en fjärde metod att höja företagets aktiekurs. Det är en typisk insider affär, som till skillnad från andra insider

affärer är tillåten i USA, dock ej i Sverige. Den egna företagsledningen vet mer än aktiemarknadens agenter om det egna företaget. När man anser att marknaden undervärderar företaget köper man i eget namn tills dess kursen går upp. Sådana affärer har i allmänhet varit lönsamma för företaget.

En fjärde förtroendesignal till marknaden är *pilotägande*. Företagets VD och högsta ledning har i allmänhet stora befogenheter att styra och ställa på ett sätt som är svårt att kontrollera även för en dominant ägare. Istället för att använda sig av destruktiva kontrollmetoder, kan ägaren helt enkelt kräva att högsta ledningen tar på sig ett eget, stort och långsiktigt engagemang i företaget, så att han vet att om företaget drivs i botten av högsta ledningen så råkar ledningen lika illa ut som ägarna.

Efter detta kommer *rena insider affärer*, det vill säga affärer som görs på information som bara insiders har, inklusive kunskap om sin egen kompetens och förmåga att i framtiden driva företaget med framgång. Insiderhandel, som sker på grundval av information om någon klart kurshöjande affär, är visserligen informerande för marknaden, men tveksam ur etisk synpunkt. Det är dock ofta omöjligt att skilja den affären från en affär där VD under en tid köper på sig företagets aktier i vetskap om att man planerar stora investeringar, genomgripande omorganisation, förändringar och samgående med andra företag, det vill säga arrangemang som är positiva signaler till marknaden, med normalt kurshöjande effek-

ter om marknaden tror på ledningens förmåga. Den senare typen av affärer är önskvärda insider affärer som bör uppmuntras, inte förbjudas.

ETT EXEMPEL TILL

Låt mig ta ett exempel till. Två företag har visat en allt sämre yttre förtäring av sitt kapital.

I det ena fallet A beror det på dålig ledning. Huvudägaren skulle vilja bli av med sina aktier i god tid innan de verkligt stora förlusterna inträffar.

Det andra företaget B går till synes lika dåligt efter att ha satsat på ett stort utvecklingsprojekt.

Marknaden kan dock inte skilja de två företagen åt enbart på grund av extern information. VD och huvudägarna i det företag som satsat på utveckling är dock, av konkurrensskäl, inte villiga att avslöja att man nu gjort ett genombrott med projektet. Och även om man berättar det är det fortfarande deras bedömning det handlar om. En VD i USA riskerar att göra något som är förbjudet om han köper aktier i det egna bolaget, även om han säger att företaget kommer att gå bra på grundval av de framsteg man gjort. Han kan inte ens säga så här: Jag vill inte tala om mer nu, men jag köper själv, för att gå i god för att mina ord är pålitliga. Så får han inte göra trots att detta är den signal marknaden behöver för att bli informerad. Om VDn i det dåligt skötta företaget med vackra ord lyckas hålla kursen uppe så att han får bättre betalt när han säljer, har han där-

7) Ett argument som jag hade anledning att formulera redan i *Att rätt värdera 90-talet*, IUI, Stockholm, 1985. Se kapitel VII och bilaga (specialstudie) VI.

emot stora chanser att slippa insiderpåföljd. Han kommer självfallet inte att köpa.

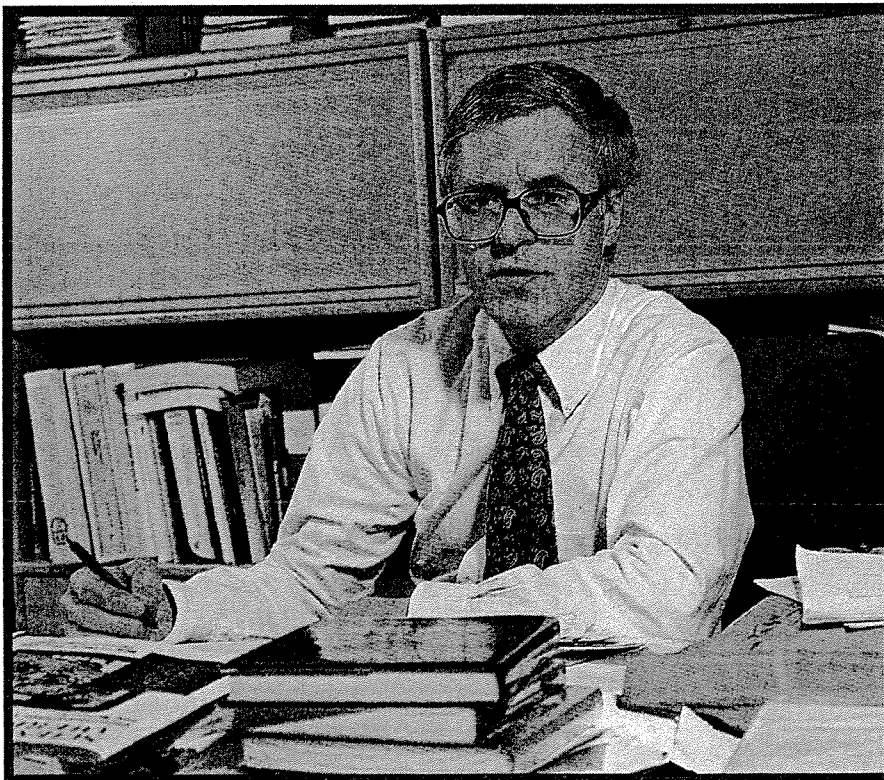
INSIDERS BEHÖVS FÖR ATT ÅTERSTÄLLA EN RATIONELLT GRUNDAD

FÖRMÖGENHETSFÖRDELNING

Det som framför allt kännetecknar finansmarknader som kommit i obalans på grund av ekonomisk politik, skatter eller dylikt är möjligheterna att bli rik snabbt, samt sannolikheten att bli fattig ännu snabbare.

Om marknaderna däremot är i "jämvikt" kommer prisbildningen att reflektera spararnas benägenheter att vänta med sin konsumtion (ränta) och investerarnas förväntningar om framtida vinster. Den balansen har svensk ekonomi saknat länge, men den nedkylning av den skattefinansierade spender-ekonomin som vi ser framför oss som en lösning på Sveriges kris, kommer att föra oss närmare en "jämviktssituation". Eftersom en del av dagens finanskriser beror på att en nedkylningsprocess är på väg, är det inte orimligt att förmoda att utvecklingen är på väg att

**Professor
Gunnar Eliasson,
VD Industriens
Utredningsinstitut.**



återföra samhällets förmögenhetsfördelning till de som skapat förmögenheterna, nämligen de privata spararna och de framgångsrika investerarna.⁷⁾ Ett företags värde bestäms av marknaden, eller marknadsanalytikernas bedömning av framtida vinster. Marknadsanalytikern anser sig vara expert på att bedöma företagets framtida vinstförmåga. De många experterna gör "marknaden effektiv". Men i grund och botten är aktiemarknadens alla experter skäligen okunniga om företagets förmåga att åstadkomma vinster i framtiden. Det måste i själva verket vara så. Experterna är osäkra och räknar *ned* (diskonterar) framtiden hårt. Marknaden blir kortsiktig.

De enda som är experter och riktigt kompetenta att bedöma företaget är företagsledningen själv, inklusive den grupp dominanta ägare som aktivt arbetar tillsammans med ledningen. Det är denna grupps kompetens som avgör företagets framtid. Dessa människor gör naturligtvis ofta fel, men om några har förutsättningar att bedöma företagets framtid så är det denna "kompetenta grupp". Denna grupp kallas som sagt insiders. Dess kompetens avgör företagets framtida vinster och därmed dess värde. Denna grupp får i väsentlig utsträckning betalt för sin kompetensinsats i form av kapitalvinster. Denna grupps rätt att köpa och sälja aktier i det egna företaget begränsas dock alltmer, något som minskar marknadens effektivitet och förmåga att stimulera rätt strukturomvandling och produktionstillväxt. Det finns bara ett pålitligt sätt att bli informerad om företagets vinstsituation, nämligen när insiders handlar i det egna företagets aktier. Det finns egentligen bara ett sätt för marknadens experter att vara effektiva och det är att så snabbt som möjligt upptäcka att insiders köper eller säljer. □