

Löntagarfonder — hur påverkar de makten över företagen och aktiekapitalbildningen?

Frågan om införandet av löntagarfonder är aktuell i flera länder, bl a i Sverige och Danmark. Liknande fondsystem finns redan, om än med begränsad omfattning, i bl a Frankrike och Västtyskland.

Två av de motiv som vanligtvis anges för införandet av löntagarfonder är:

1. att ge löntagarna ökad bestämmanderätt i företagen, genom att grunda detta inflytande även på deläggande av företaget.

2. att öka sparandet och speciellt det riskvilliga kapitalet i ekonomin, utan att detta leder till en inkomstomfördelning till nackdel för löntagarna.

Avsikten med denna artikel är att med hjälp av numeriska exempel belysa i vilken mån dessa mål uppnås — hur löntagarnas ägarandel och det totala aktiekapitalet utvecklas — vid olika alternativa konstruktioner av löntagarfonderna.

Syftet är inte att åstadkomma en ekonomisk-politisk utvärdering av möjliga fondsystem utan endast att ge utgångspunkter för en fortsatt diskussion genom att söka identifiera och illustrera fakto-

rer av strategisk betydelse för en sådan bedömning.

Löntagarmakt över företagen

Bildandet av stora aktieäggande löntagarfonder kan medföra att dessa kommer att få majoritet på företagens bolagsstämmor.

Under förutsättning att löntagarfondernas aktier ges samma röstvärde som övriga aktier, kommer löntagarfonden att ha majoritet på de flesta bolagsstämmor redan när löntagarfondernas andel utgör 20 procent, om inte övriga aktieägare ser till att utnyttja sin rösträtt i betydligt större utsträckning än de gör idag. Även om alla övriga aktieägare mobiliseras, t ex genom användande av röstningsfullmakter, kommer löntagarfonden att kunna utöva ett dominerande inflytande, när dess andel passerat 50 procent.

En central fråga i debatten kring löntagarfonder är vem som skall utöva den rösträtt, som tillfaller löntagarfondernas aktier, och hur denna rösträtt kommer att utnyttjas. Svaret på denna fråga kommer sannolikt att bli av avgörande betydelse för hur inrättandet av löntagarfonder kommer att påverka det ekonomiska systemets utveckling. I de fall löntagarfonderna når en majoritetsställning på bolagsstämman, blir denna fråga avgörande för hur företagen kommer att styras i framtiden.

En möjlighet är att rösträtten tillfaller de anställda på respektive företag. Vi får då närmast ett system med arbetarstyrda företag av jugoslavisk modell. En annan möjlighet är att rösträtten utövas centralt av fackförbunden gemensamt, som då har möjlighet att införa t ex en plan-

INGEMAR HANSSON är doktorand vid nationalekonomiska institutionen i Lund. Han arbetar för närvarande med frågor kring bostadsfinansiering och -beskattning.

Fil dr CHARLES STUART är anställd vid nationalekonomiska institutionen i Lund och forskar i rättsekonomi.

ekonomi av östeuropeisk typ. Ett tredje alternativ är att man enbart i begränsad utsträckning utnyttjar rösträtten för att t ex förhindra nedläggningar och avskedanden, men i övrigt låter de ursprungliga aktieägarna styra.

Ett fjärde alternativ är att löntagarfonderna enbart är intresserade av att få högsta möjliga avkastning på sina aktier. Löntagarfonderna kan då styra sitt kapital till de företag som ger bäst avkastning, bl a genom att köpa och sälja aktier. Ett femte alternativ är slutligen att löntagarna individuellt får rösträtten för sin del av fonden. Denna typ av spridning av rösträtten skulle göra de stora ägandegrupperna dominerande på bolagsstämman, såvitt löntagarna inte samarbetar och slår ihop sina röster för att kunna utöva ett större, eventuellt dominerande inflytande.

I det system som diskuteras för Danmark, avser man att delegera rösträtten för löntagarfondens aktier till de anställda på respektive företag. Detta skulle således leda till ett system med arbetarstyrda företag, om löntagarfonderna utformas så att löntagaraktierna får majoritet på bolagsstämman. En motsättning kan dock uppkomma, om vinst eller förlust tillfaller en fond som omfattar mer än ett företag. Löntagarna på ett företag har då ej något större intresse av att redovisa ett överskott, som tillfaller en större fond. I stället kan det finnas en benägenhet för de lokala fondombuden att ge de på företagen anställda, dvs sig själva, förmåner av olika typer.

En möjlig lösning på detta problem är att det lokala företaget betalar en viss avgift till fonden för det fondkapital man disponerar, och eventuellt överskott utöver denna avgift tillfaller löntagarna på företaget. Ett sådant system tillämpas också i Jugoslavien.

Löntagarfondernas andel av aktiekapitalet

Vi skall med hjälp av sifferexempel belysa vilken andel av det totala aktiekapitalet, som kommer att ägas av löntagarfonderna vid olika tidpunkter efter införandet av olika system med löntagarfonder. Vi begränsar oss till att under-

söka sådana löntagarfondsystem, där företagen avsätter en viss andel av sin vinst till en löntagarfond. Bidragen antas bli betalda i form av nyemitterade aktier, värderade enligt gällande börsvärde — och motsvarande marknadsvärde för icke-börsnoterade aktier.

Om löntagarfonderna skall omfatta även andra bolagsformer än aktiebolag, t ex ekonomiska föreningar, handelsbolag, enkelt bolag m m, kan dessa företags bidrag betalas t ex i form av skuldförbindelser. Detta leder dock ej automatiskt till att löntagarfonderna får inflytande på företagens ledning. Det är också möjligt att begränsa systemet till att gälla endast företag med mer än ett visst antal anställda. Om denna gräns sättes relativt högt, bortfaller de flesta företag med annan bolagsform än aktiebolag.

Följande antaganden göres i de numeriska exemplen:

1. Systemet med löntagarfonder är så utformat, att en viss procent av företagets vinst avsättes till en löntagarfond. I de flesta fall räknar vi med en avsättningsandel på 20 procent.

2. Företagets vinst antas utgöra 10 procent¹ av det egna kapitalet, under hela den period vi studerar. Vi tänker oss därvid att det vinstbegrepp som blir bestämmande för avsättningen är vinst före andra fonddispositioner och skatt men efter avskrivningar.

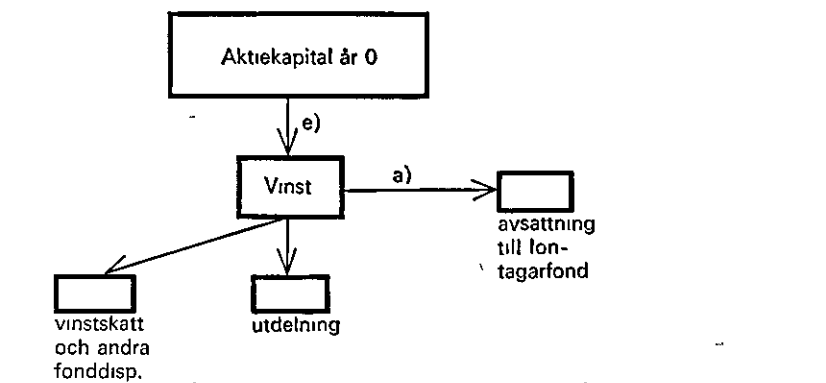
3. Införandet av regler för avsättning av en andel av vinsten till löntagarfonden kan tänkas påverka tillväxttakten för det aktiekapital, som ägs av andra än löntagarfonderna. Speciellt om systemet utformas så att löntagarfonderna inom något eller några årtionden når majoritet på de flesta bolagsstämmor, kan man vänta sig att färre nya aktiebolag bildas. En viss kapitalflykt från aktier till obligationer och reala sparformer av typ fastigheter och konst, samt ett dämpande av inströmningen av utländskt kapital kan också väntas.

Den reala tillväxttakten i aktiekapitalet har varit ca 3—4 procent under de senaste åren. Vi antar att införandet av ett system med löntagarfonder dämpar

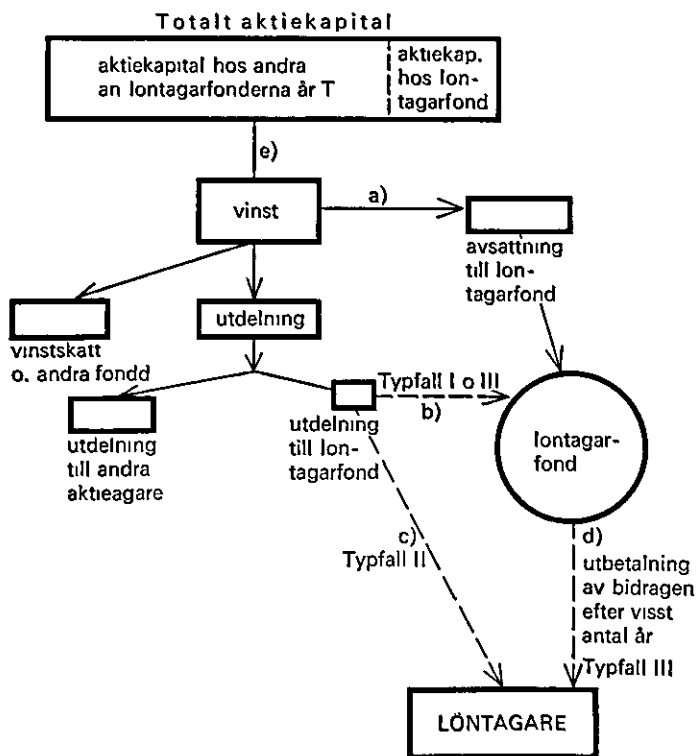
¹ Avkastningen på aktiekapitalet i svensk verkstadsindustri har i genomsnitt varit något över 10 procent åren 1963—1974 (enligt Dagens Nyheter 1975-06-28).

Figur 1.

År 0



År T



tillväxttakten i det aktiekapital som ej ägs av löntagarfonderna — härafter kallat "övrigt aktiekapital" — till 2 procent reallt, och att denna tillväxt sker i form av värdeökning av aktierna. Detta innebär att vi antagit att nyemmissioner förutom till löntagarfonderna sker i så begränsad omfattning att de kan försum-

mas. I vissa exempel arbetar vi dock med en högre tillväxttakt för övrigt aktiekapital.

Vi studerar tre olika typfall för konstruktion av löntagarfonder:

Typfall I: Bidragen till löntagarfonderna stannar för alltid kvar i löntagarfonderna. Utdelningen på aktierna om-

vandlas till aktier.

Typfall II: Bidragen till löntagarfonderna stannar för alltid kvar i löntagarfonderna. Utdelningen på aktierna utbetalas till löntagarna eller används på något annat sätt, t ex för obligationsköp, dock ej till aktieköp.

Typfall III: Bidragen till löntagarfonden tillsammans med därpå uppkommen avkastning utbetalas till löntagarna efter att ha stått i fonden under ett visst antal år.²

De antagna systemen med löntagarfonder beskrives i *figur 1*, där år 0 betecknar tidpunkten då löntagarfondsystemet införs.

Strategiska faktorer för utformningen på löntagarfondsystemet är:

1. Bestämmelser om vilken avsättningsprocent som skall användas, vilket bestämmer flöde a) i figuren.

2. Bestämmelser om hur utdelningen skall disponeras, vilket bestämmer flöde b) och c) i figuren.

3. Bestämmelser om utbetalning skall ske efter ett visst antal år, vilket bestämmer flöde d) i figuren.

Andra faktorer, som påverkar utvecklingen för löntagarfondens andel av det totala aktiekapitalet, är storleken av vinsten i procent av aktiekapitalet (dvs flöde e), samt tillväxten av övrigt aktiekapital dvs dess storlek år T jämfört med storleken på aktiekapitalet år 0.

Typfall I: Aktieköp för utdelningen

Aktierna som finns i löntagarfonderna kommer att ge en real avkastning dels genom värdeökning, dels genom utdelning. I typfall I antar vi att löntagarfonderna får hela sin utdelning i form av flera aktier i företagen och att ingen utbetalning till enskilda löntagare sker.

Utdelning på börsnoterade aktier före skatt har varit i genomsnitt 3,8 procent under de senaste 15 åren.³

² Systemen i Frankrike och Västtyskland innehåller sådana regler för utbetalning till löntagarna efter en viss tid. För en mera utförlig beskrivning av existerande och diskuterade löntagarfondsystem se Brems [1975].

³ Enligt en regelbundet återkommande uppgift i samband med redovisning av aktieindexutveckling på kort och lång sikt i Dagens Nyheter.

Den resterande delen av en 10-procentig vinst har fördelats mellan vinstskatt — uppskattningsvis 4,1 procent av aktiekapitalet — och inom företaget kvarhållna och "nedplöjda" vinstmedel — 2,1 procent.

Vi antar nu att, efter lönefondernas införande, vinsten på 10 procent fördelas på följande sätt. 2 procent kvarhålls direkt i företaget och medverkar till en årlig 2-procentig real värdestegring på aktierna med 2 procent.⁴ Till löntagarfonderna avsättes 2 procent i form av aktier. Vinstskatten tar sedan 3,1 procent vilket innebär att endast 2,9 procent kan utdelas till aktieägarna. När löntagarfonderna får utdelningen i form av aktier innebär detta alltså — om vi förutsätter skattebefrielse — att fondtillväxten härigenom ökar med ytterligare 2,9 procent.

Förutom tillväxt i löntagarfonden genom avsättning ur vinster, kommer fonden då i typfall I att växa med totalt 4,9 procent per år, 2 procent genom värdeökning på aktierna som tillfaller alla aktieägare och ytterligare 2,9 procent genom att utdelningen betalas i form av aktier.

Löntagarfondernas andel av det totala aktiekapitalet kommer då under typfall I:s antaganden att utvecklas enligt kurva I i *diagram 1*.

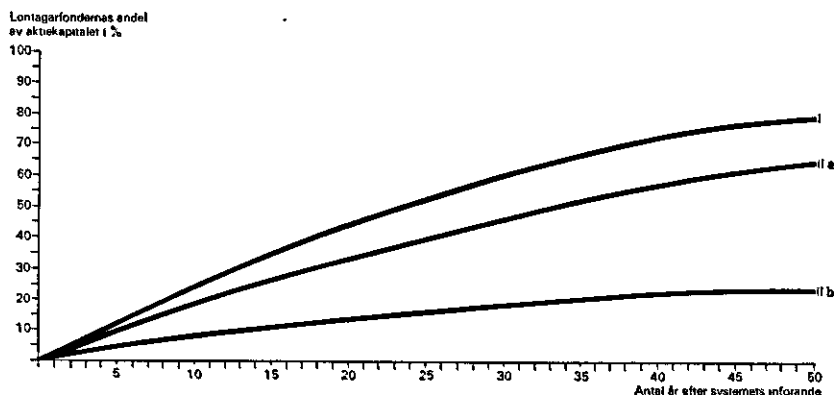
Som framgår av detta når löntagarfonderna i typfall I 20 procent av det totala aktiekapitalet efter 11 år och andelen 50 procent nås efter 27 år. Efter hand som tiden går, kommer löntagarfondandelen att närma sig 100 procent, andelen är t ex 79 procent efter 50 år.

Löntagarna kommer således under dessa antaganden att ha majoritet på de flesta bolagsstämmor efter 11 år. Tidpunkten för majoritet kan förskjutats från 11 till 27 år efter systemets införande, om alla övriga aktieägares rösträtt mobiliseras.

Detta liksom de följande exemplen bör givetvis inte uppfattas som försök till alternativa prognoser. Varje realistisk

⁴ Vi har ovan antagit att aktievärdena stiger med reallt 2 procent, delvis p g a nedplöjning av vinster. Det finns givetvis inget som säger att en nedplöjning av en vinst motsvarande 2 procent av aktievärdet ger en ökning av aktievärdet med exakt 2 procent.

Diagram 1. Löntagarnas aktieandel i typfall I och II



framtidsbedömning kräver en ingående undersökning av de successiva förändringar av beteende och institutionella mönster som ett lönefondssystem kan medföra, medan vi här tillåter oss att utan vidare projicera dagens aktuella förhållanden in i framtiden. Exempelvis har vi i *diagram 1* förutsatt att antaganden som gäller i typfall I är relevanta även vid löntagarfondsdominerade bolagsstämmor, vilket är långtifrån självklart.

Typfall II: Ej aktieköp för utdelningen

I typfall II antar vi att löntagarfonderna i stället använder sin utdelning för att köpa t ex obligationer, eller att man betalar ut utdelningen till löntagarna.

Tillväxten i löntagarfonderna, förutom tillväxt genom överföring av vinstandelar, kommer då att bestå endast av den värdeökning på aktier som antages uppgå till 2 procent. Eftersom denna värdeökning tillfaller alla aktieägare, bestäms andelsutvecklingen i detta fall endast av den årliga avsättningens storlek i jämförelse med nyemittering för övrigt aktiekapital.

Med i övrigt samma antagande som i typfall I, kommer löntagarfondernas andel av det totala aktiekapitalet att utvecklas enligt kurva IIa i *diagram 1*.

Om löntagarfonden i stället för att skaffa aktier för sin aktieutdelning föredrar att dela ut denna till löntagarna, leder detta som väntat till att löntagarfondernas andel av det totala aktiekapitalet utvecklas långsammare, vilket framgår

av att kurva IIa ligger under kurva I i *diagram 1*.

Även i detta fall kommer dock löntagarnas andel att till slut närma sig 100 procent under de antaganden som gjorts.

Med andra antaganden gällande värden på avsättningsprocent m m kan resultatet dock bli radikalt annorlunda. Om avsättningsprocenten i stället är 10 procent, och tillväxttakten för övrigt aktiekapital reallt är så hög som 5 procent, kommer löntagarfondernas andel att utvecklas enligt kurva IIb i *diagram 1*. Löntagarfondens andel kommer i detta fall aldrig att överstiga 34 procent.

Ett sätt för övriga aktieägare att undvika att löntagarna övertar makten i företagen är således att massivt öka sitt aktiesparande. För stora företag med många aktieägare är det sannolikt svårt att motivera aktieägarna till en sådan sparsatsning, men för ett mindre enfamiljsdominerat företag kan det vara ett reellt alternativ, att genom ett ökat eget sparande på detta sätt kvarhålla kontrollen över företaget.

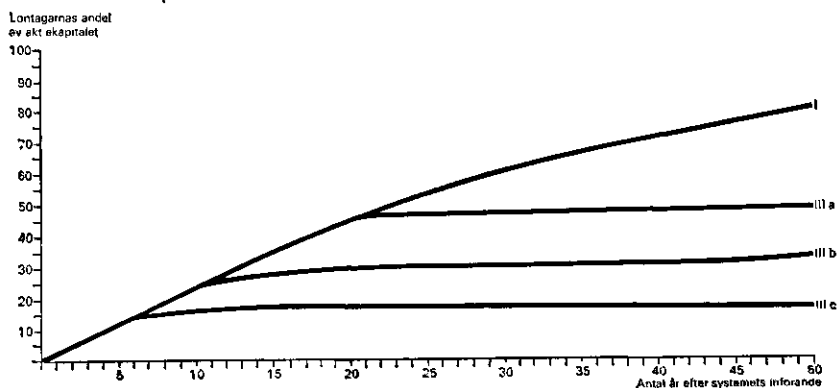
Ett annat sätt att påskynda respektive undvika ett löntagarfondstyre av företagen är givetvis att ge aktier som ägs av löntagarfonderna ett högre respektive lägre röstvärde än övriga aktier.

Ett dubbelt röstvärde för löntagarkaktierna ger t ex i typfall I 33 procent av rösterna på bolagsstämman efter 11 år, trots att löntagarkapitalet endast utgör 20 procent av aktiekapitalet.⁵

Sammanfattningsvis kan vi konstatera,

⁵ Röstandelen blir ej 40 procent, eftersom även totala antalet roster ökas vid en dubblering av löntagarfondens röstvärde.

Diagram 2. Löntagarnas aktieandel i typfall I och III



att om systemet med löntagarfonder utformas så att högst utdelningen på aktierna utbetalas till löntagarna (typfall I och II) och avsättningsandelen är minst 20 procent, så kommer löntagarfonderna att dominera de flesta bolagsstämmor inom 10—25 år efter löntagarfondsystemets införande, under de antaganden som gjorts i sifferexemplen.

Typfall III: Utbetalning till löntagarna efter ett visst antal år

En annan konstruktion av systemet med löntagarfonder är att inbetalningen till fonden utbetalas till löntagarna efter ett visst antal år, tillsammans med den utdelning som uppkommit på aktierna under den tid dessa funnits i fonden. Vi studerar tre olika varianter av detta typfall III. Skillnaden mellan varianterna är olika längd på inlösningsperioden. I övrigt utnyttjas samma förutsättningar som i typfall I.

En intressant fråga i detta sammanhang är till vilka löntagare utbetalningen skall göras. Detta problem uppkommer för övrigt även när endast aktieutdelningen utbetalas. Många varianter är möjliga. En möjlighet är att alla löntagare i hela landet delar lika på utbetalningarna. Ett annat alternativ är att endast anställda i sådana företag som bidragit till fonden får del av utbetalningen. Utbetalningen kan då differentieras mellan löntagare efter t ex antal anställningsår, ålder, lön m m. Ett tredje alternativ är, att utbetalningen av ett visst företags bidrag sker endast till dem som var anställda vid företaget när bi-

draget inbetalades — alternativt endast till dem som är anställda när bidraget utbetalas.

I variant IIIa antar vi att inlösningsperioden är 21 år. Efter 21 år inlöses således aktierna — inklusive de som erhållits som utdelning — mot kontanter av företaget, och dessa kontanter utbetalas till löntagarna. Kvar i fonden finns då de aktier som inbetalats under de senaste 20 åren, och den avkastning som uppkommit på dessa, samt årets inbetalning.

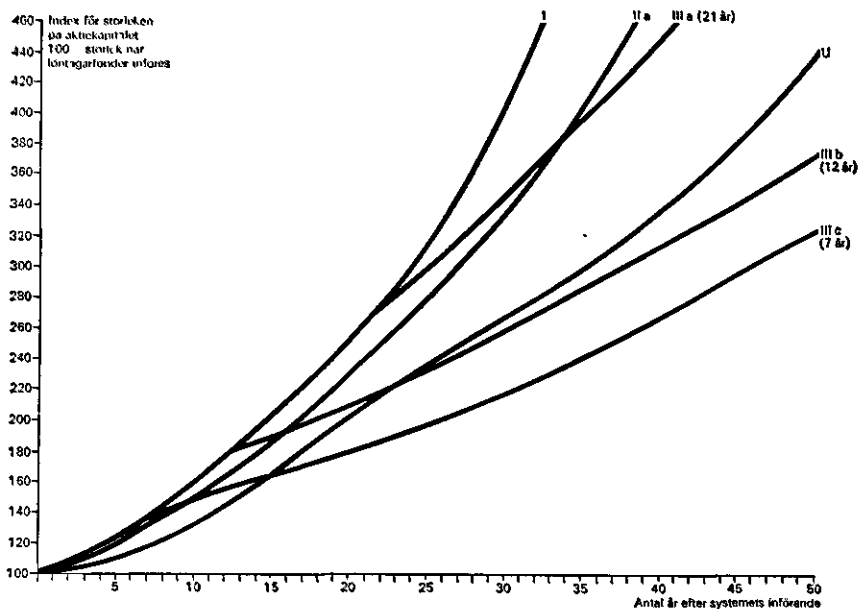
Kurva IIIa i *diagram 2* beskriver utvecklingen för löntagarfondens andel vid ett sådant system.

Jämfört med ett system utan en sådan inlösningsregel — kurva I — kommer tillväxttakten i löntagarfondens andel att bli lägre, när utbetalning göres efter 21 år. Efter ca 50 år uppnår löntagarfonderna andelen 52 procent, och därefter stabiliseras löntagarfondernas andel vid denna procentsats.

Kurva IIIb i *diagram 3* visar motsvarande andelsutveckling om inlösningsperioden i stället är 12 år. Löntagarnas andel stabiliseras i detta fall vid ca 28 procent.

I det förslag till löntagarfonder som utarbetats i Danmark, har man föreslagit en inlösningsperiod av 7 år. Effekten av denna inlösningsperiod vid de antaganden som gjorts i övrigt, visas av kurva IIIc i *diagram 3*. Löntagarnas andel blir i detta fall ej större än 15 procent, och ett mobiliserande av aktierösterna på bolagsstämman kan i de flesta företag hindra löntagarfonden från att få ett dominerande inflytande.

Diagram 3. Aktiekapitalets tillväxt vid olika typfall av fonder



En högre vinstprocent än den vi här antagit leder till en snabbare tillväxt för löntagarfondens andel, eftersom avsättningen till fonden baseras på vinsten. Ett möjligt problem i detta sammanhang är att redovisad vinst är ett relativt manipulerbart begrepp.

Effekter på det totala aktiekapitalets utveckling

Ett av de motiv som ofta anges för införandet av löntagarfonder, är att man vill stimulera tillväxten av det totala riskvilliga kapitalet i samhället. Kommer detta att realiseras med de tre typer av löntagarfonder som vi diskuterat?

Låt oss anta att aktiekapitalet skulle växa med reallt 3 procent om löntagarfonder ej införts, dvs enligt kurva U i diagram 3.

Vi antog ovan att införandet av löntagarfonder dämpar den reala tillväxten för övrigt aktiekapital. Avsättningsregeln fungerar i princip som en vinstskatt, varför nettoavkastningen från aktier sjunker relativt övriga sparformer.

En följd av detta är att inflödet av internationellt rörligt kapital till Sverige kommer att minska pga att nettoavkastningen för en del potentiella investeringar i Sverige genom vinstavsättningsreglerna faller under nettoavkastningen

för kapitalplaceringar i andra länder.

Om systemet utformas så att löntagarfonderna inom en ganska snar framtid har möjlighet att dominera företagen, kan även detta verka dämpande för tillväxten i övrigt aktiekapital, genom att aktieköpare blir osäkra på vilken avkastning de kommer att få, när löntagarfonderna dominerar bolagsstämman. Även bildandet av nya företag med anställd personal kan minska, när man vet att företaget snart kommer att övertas av de anställda. Bildandet av företag utan anställd personal samt användandet av entreprenadfirmor kan däremot i viss utsträckning visa en kompenserande ökning.

Utdelning av vinst i form av aktier till löntagarfonderna är från likviditetssynpunkt mera fördelaktigt för företaget än kontant vinstutdelning till aktieägare och staten (genom vinstskatten). Behovet av att genom andra nyemissioner locka till sig nytt kapital kommer därför att dämpas, vilket också verkar dämpande för tillväxten i övrigt aktiekapital.

Införandet av löntagarfonder antas därför dämpa tillväxten i övrigt aktiekapital från 3 procent till 2 procent. Under typfall I:s antaganden, dvs med aktieskaffning för utdelningen, kommer aktiekapitalet att utvecklas enligt kurva I i diagram 3. Som framgår av figuren kom-

mer införandet av löntagarfonder i detta fall att stimulera aktiekapitalets tillväxt. Detta beror på att den stimulerande effekten från aktiekapitalbildningen i löntagarfonderna överväger den dämpande effekten, som uppkommer på tillväxten i övrigt aktiekapital.

En sak vi ej beaktat är att diskussion och beslut om införandet av löntagarfonder kan driva ner aktiekurserna. Utgångsindexet för aktiekapitalets storlek skall i så fall vara lägre när beslut om införande av löntagarfonder tagits, jämfört med indexet för aktiekapitalets storlek utan löntagarfonder.

Kurva IIa i *diagram 3* visar på samma sätt utvecklingen för det totala aktiekapitalet under typfall IIa-antagandena, dvs när aktieutdelningen användes till annat än aktieanskaffning.

Om avsättningsprocenten blir lägre än 20 procent eller om man antar att tillväxttakten för övrigt aktiekapital dämpas med mer än 1 procent, eller om vinstprocenten av det egna kapitalet är lägre än 13 procent, kan den totala effekten bli en dämpning i tillväxttakten för aktiekapitalet.

Kurvorna IIIa—c i diagrammet visar på samma sätt hur införandet av löntagarfonder med olika lång inlösningsperiod påverkar aktiekapitalets tillväxt.

Som synes dämpas tillväxten i aktiekapitalet när utbetalningar börjar göras efter 21, 12 respektive 7 år (jämfört med typfall I). Om vi i stället jämför med utvecklingen om löntagarfonder ej införes (kurva U), ser vi att effekten blir en kortsiktig stimulering men en långsiktig dämpning i aktiekapitalets tillväxt.

Det bör emellertid understrykas att de resultat vi redovisar i detta diagram är speciellt känsliga för vilka antaganden som göres angående effekterna av införandet av löntagarfonder på tillväxten i övrigt aktiekapital.

Olika löntagarfondsystem kan ha olika starka dämpande effekter på tillväxten i övrigt aktiekapital. Detta har vi ej tagit hänsyn till i *diagram 3*, eftersom vi i samtliga fall har förutsatt en dämpning från 3 till 2 procents tillväxttakt. Ett system med snabb inlösningsperiod, som leder till att löntagarfonderna får en icke-dominerande position på bolagsstämmorna, kan tex väntas få en mindre

stark dämpande effekt på tillväxten i övrigt aktiekapital, jämfört med ett system med lång eller ingen inlösningsperiod. Dessa exempel gällande effekterna på aktiekapitalet möjliggör givetvis inga bestämda slutsatser om hur den totala kapitalbildningen i ekonomin påverkas.

Slutsatser

Konstruktionen på systemet med löntagarfonder, samt övriga aktieägares reaktioner vid införandet av löntagarfonder, är av avgörande betydelse för i vilken mån fonderna ger löntagarfonderna inflytande i företagen och stimulerar tillväxten i det totala aktiekapitalet i ekonomin.

Om systemet konstrueras så att ingen utbetalning sker från fonder till löntagarna, eller om endast utdelningen utbetalas (typfall I och II), kommer löntagarfonderna att kunna dominera de flesta företag inom 10—25 år med de värden på avsättningsprocent osv som vi utnyttjat i våra exempel. Vid andra konstruktioner av löntagarfonderna, och speciellt om man väljer en relativt kort inlösningsperiod, kommer dock andra aktieägare att även fortsättningsvis kunna dominera bolagsstämmorna.

Möjligheten för löntagarfonderna att styra bolagsstämman leder dock ej automatiskt till ett reellt inflytande för löntagarna. Vilken bestämmanderätt löntagarna får beror bl a på vem som utnyttjar rösträtten för fondaktierna och hur denna utnyttjas.

Effekterna på tillväxten i det totala aktiekapitalet beror bl a på vilka antaganden som göres angående tillväxten i övrigt aktiekapital. I de fall vi exemplifierat, blev effekten stimulerande under de första åren. I typfall III, där utbetalningar gjordes efter ett visst antal år, blev effekten dock att aktiekapitalets tillväxt dämpades efter ett antal år.

1975-08-13

Referenser

- Bergström, V., [1973], *Kapitalbildning och industriell demokrati*, Stockholm
Brems, H., [1975], *A Wage Earners' Investment Fund*, Industriförbundet, Stockholm