

## Löntagarfonder och aktiemarknaden

*Ragnar Boman och Lennart Låftman bemöter Ingolf Ståhls kritik i Ekonomisk Debatt 5/79 mot deras analys av konsekvenserna för aktiemarknaden av olika löntagarfondssystem. De anser inte att Ståhl på ett övertygande sätt visat att aktiekurserna skulle komma att sjunka. □*

På uppdrag av den statliga löntagarfundsutredningen studerar vi tänkbara konsekvenser på aktiemarknaden av olika alternativa löntagarfondssystem. Några mycket preliminära tankar från vårt arbete publicerades i somras som en bilaga till löntagarfundsutredningens studierapport [Boman och Låftman 1979].

Vi har i bilagan bla försökt analysera de vinstandelssystem som har införts av Handelsbanken och SE-banken. Dessutom har vi gjort en teoretisk genomgång av det löntagarfondsförslag som presenterades av en arbetsgrupp inom LO och Socialdemokratiska partiet i februari 1978 (LO/SAP). Vi har försökt arbeta utan någon förhandsuppfattning om huruvida förslagen var bra eller dåliga för nuvarande aktieägare.

För att göra analysen av LO/SAP-förslaget hanterlig har vi behövt införa en rad begränsningar. Därav följer självklart att våra resultat inte är en prognos om vad som verkligen kommer att hända. Vi har också sett det som rimligt att till en början utgå från de förutsättningar som LO/SAP-gruppen angav, bla att den sk kapitalbildningsavgiften (en avgift, baserad på företagets lönesumma, som inbetalas till en "utvecklingsfond") "drabbar" lönerna och inte företagets vinst. I ett senare skede måste naturligtvis realismen i denna (och andra förutsättningar) diskuteras – en uppgift som en annan av utredningens experter, fil kand Anders Kristoffersson från Uppsala universitet, arbetar med.

### Ståhls invändningar

Ingolf Ståhl har i en artikel i *Ekonomisk Debatt* [Ståhl 1979] framfört ett antal kritiska invändningar mot vår analys. Ståhls första invändning går ut på att vi har bortsett från risken att företagets vinstmål och utdelningspolitik förändras i och med införandet av en löntagarfond. Att vi antagit att företaget i dessa avseenden inte ändrar sitt beteende jämfört med förhållandena i ett system utan löntagarfonder innebär naturligtvis inte att vi påstår att så blir fallet. Denna arbetshypotes är däremot mer intressant än den motsatta, t ex att löntagarna skulle ta ut hela företagets överskott i form av lön eller slopa utdelningen till de gamla aktieägarna. Skulle så bli fallet, påverkas givetvis aktievärdet negativt (*ceteris paribus*).

På motsvarande sätt vill vi bemöta en annan av Ståhls invändningar. Han är kritisk mot att vi endast studerat det fall då kapitalbildningsavgiften övervaltras helt på löntagarna. Det är ganska trivialt att bedöma effekterna av en extra "löneskatt" som helt eller delvis drabbar företagets vinst. På samma sätt som vid vilken annan skatt eller avgift som helst torde aktievärdet påverkas negativt (*ceteris paribus*).

En tredje invändning som Ståhl framför gäller att vi begränsat vår analys till enbart fyra år. Därmed skulle vi missa de eventuella effekter som uppkommer längre fram i tiden, när löntagarfonden fått en väsentlig andel av aktiekapitalet. Vi håller självfallet med om att det är nödvändigt att längre fram utvidga analysen över en längre period och bla ta upp de effekter som Ståhl pekar på.

Däremot förefaller Ståhl ha fel när han hävdar att ett företag som från början delar ut hela nettovinsten efter skatt måste höja den totala utdelningssumman för att kunna klara utdelningen på de nytillkomna löntagarfundsaktierna i företaget. Utdelningen på de nya löntagarfundsaktierna inkräktar med LO/SAPs

utformning *inte* på utrymmet för utdelning till de gamla aktieägarna eftersom den nytillkomna utdelningen till fullo motsvaras av skatteminskning på grund av avdrag vid beskattning och avdrag från den kapitalbildningsavgift som företaget skall betala. Med andra ord kommer företaget, trots oförändrad verklig vinst, att redovisa en nettovinst som stiger i samma takt som utdelningen ökar på löntagarfondsaktierna. Alltså bör tidsperspektivet *inte* ha någon betydelse i denna del av analysen.

Ståhls fjärde invändning är av mer formell karaktär. Han kritiserar vår utformning av de fyra modellföretagens balansräkningar, där vi låter företagets totala kapital vara konstant och där ökningar av det egna kapitalet används till amortering av långfristiga skulder. I princip samma resultat vad gäller effekten av löntagarfonder som vi redovisat skulle uppstå om vi i stället skulle använda nytillkommet eget kapital till expansion av företaget.

#### Ståhls modell

Ingolf Ståhl presenterar så en egen modell. Liksom i våra beräkningar är förutsättningarna givetvis avgörande för resultatet. Vi vill bli peka på att Ståhl bli räknar med 100, 50 och 0 procents övervältring (från företaget till de anställda) av kapitalbildningsavgiften. I de två senare fallen drabbas vinsten som vi nämnt ovan – för att konstatera detta behövs knappast en datorsimulering.

I "fall A" antar Ståhl att utdelningen är *samma procent* av vinsten före skatt i både fondfallet och icke-fondfallet. I "fall B" skall utdelningen till de gamla aktieägarna vara ett *lika stort belopp* i kronor i fondfallet som i icke-fondfallet.

Resultatet av datakörningen i fall A blir enligt Ståhl att kurssänkningar blir följderna i alla fall utom en av de studerade 396 olika kombinationerna av olika värden på räntabilitet, övervältringsprocent etc. I fall B skulle kurssänkningar uppträda i nära hälften av de studerade kombinationerna.

Det är här viktigt att påpeka att Ståhls resultat *inte* har formen av en fördelning

där varje utfall har samma sannolikhet. Två tredjedelar av Ståhls kombinationer innehåller som nämnts förutsättningen att kapitalbildningsavgiften helt eller delvis drabbar vinsten. Andra egendomligheter uppstår när tex företagets räntabilitet är låg, men aktieägarna har en hög diskonteringsränta. Med endast marginellt modifierade förutsättningar skulle ytterligare ett antal utfall erhållas som har lika stor eller lika liten sannolikhet som Ståhls, men de faller utanför hans utfallslista.

I fall B menar Ståhl också att de negativa effekterna på företagets expansionsmöjligheter skulle bli påtagliga därför att det egna kapitalet kommer att växa betydligt långsammare än i icke-fondfallet. Slutsatsen är mystisk och bygger troligen på en felaktig föreställning om att den del av det egna kapitalet som byggs upp genom "riktade fondemissioner" till löntagarfonden *inte* skulle vara eget kapital eller *inte* stanna i företaget. Om de gamla aktieägarna som i Ståhls fall B får samma utdelning (i kronor) som i icke-fondfallet och om utdelningen till de nya löntagarfondsaktierna helt motsvaras av minskad skatt och minskad kapitalbildningsavgift, blir det totala egna kapitalet oförändrat. En del av det egna kapitalet bokförs däremot som "löntagarfondens andel".

Om möjligheterna till skatteavdrag *inte* kan utnyttjas fullt ut (eller om utdelningen på löntagarfondsaktierna skulle bli högre än kapitalbildningsavgiften), fungerar *inte* den kompensationsmekanism som skulle hålla de gamla aktieägarnas utdelning ograverad. Den effekten har vi berört i vår bilaga:

"En teknisk förutsättning av betydelse är slutligen att utdelningen på ltf-aktierna skall få dras från kapitalbildningsavgiften. Våra slutsatser förutsätter att det avdraget kan göras även när kapitalbildningsavgiften *inte* räcker till . . . Med andra ord skulle vi här få ett 'kapitalbildningsbidrag' (från utvecklingsfonden till företaget). LO/SAP-rapporten har *inte* berört denna konsekvens." [Boman-Låftman 1979, s 165.]

På motsvarande sätt kan man resonera

när det gäller skatteavdraget. (I praktiken kan det bli ett betydande problem med tanke på att den faktiska statliga bolagsskatten redan är reducerad med forskningsavdrag, Annullavdrag och investeringsavdrag.) Här liksom på många andra punkter är det en uppgift för både utredare och forskare att komma med konstruktiva och realistiska förslag.

Mest förvånade har vi nog blivit över att Ståhl tycks anse att en analys av ett löntagarfondsforäslags tänkbara effekter egentligen är onödig. Han skriver att "...det räcker att anta att flertalet aktieägare tror att utdelningen upphör. Det är aktieägarnas förväntningar om löntagarfondens beteende som är relevant". (s 360.)

Vi har svårt att förstå att aktieägarnas förväntningar skulle vara relevanta för viktiga politiska beslut, om dessa förväntningar skulle visa sig bygga på ett bristfälligt eller obefintligt underlag.

*Ragnar Boman och Lennart Låftman\**

---

\* Forfattarna är civilekonomer och arbetar på tidningen Affärsvärlden. De är knutna som experter till den statliga löntagarfondsutredningen.

#### Referenser

- Boman R., och Låftman, L., [1979], "Löntagarfonder och aktiemarknaden - en introduktion. Ingår i Löntagarna och kapitaltillväxten 2, *SOU* 1979:9, Stockholm
- Ståhl, I., [1979], "Löntagarfonden och aktieägarna", *Ekonomisk Debatt*, årg 7, nr 5