

NILS-MAGNUS LILJA:

## Aktier vid skiljevägen

*De enskilda som placerat sina besparingar i aktier har inte fått större uppmuntran under senare år. Avkastningen är dålig, på vissa aktier för närvarande ingen alls. Utdelningarna dubbelbeskattas fortfarande. På sistone hotas dessutom företagen av löntagarfonderna, som om de utformas som det tänkts innebär att företagen blir LO-styrda, varvid aktierna på enskilda händer ytterligare kommer att sjunka i värde. Men företagen är i stort behov av riskvilligt nytt kapital, och detta kommer inte fram om inte vissa ändringar sker ifråga om beskattningen. Fil kand Nils-Magnus Lilja redogör i denna artikel för tvångsläget på aktiemarknaden, men han antyder att det finns förhoppningar om en bättre utveckling.*

För tio år sedan trodde nog de flesta att 70-talet skulle innebära att aktieägandet här i landet flyttade fram sina positioner ytterligare. Aktier hade under 60-talet visat sig vara en placeringsform som lockade allt fler, och breddningen till nya grupper av sparare hade tagit god fart.

När 70-talet nu är till ända, kan man tyvärr bara konstatera att det inte gick som många hoppades. Bakom oss har vi i flera avseenden ett besvikelsens aktiedecennium och den väntade breddningen av ägandet har kommit av sig. Därtill kommer att inställningen till aktier hos många fått sig något av en knäck som det kan ta tid att reparera.

Men trots att alltså förväntningarna inför 80-talet är lågt nedskruvade kan man peka på en hel del som talar för att utgångsläget inte behöver vara riktigt så negativt som många anser. Låt oss dock till en början se tillbaka något på de gångna åren.

Skälen till att intresset för aktiesparande fallit tillbaka under 70-talet är främst två. Det ena och viktigaste är att aktiers lönsamhet under de senaste tio åren hamnat långt under de flesta andra alternativ som står till buds. Det andra är att aktieägandets politiska och skattemässiga ställning har skärpts ytterligare.

Ser vi först på det rent avkastningsmässiga utfallet kan den som för tio år sedan investerade i en genomsnittsakie idag räkna fram att värdet av denna gått upp med obetydliga 1 à 2 % om året. Samtidigt har inflationstakten uppgått till 8 % årligen. Aktiernas realvärden har alltså urholkats ordentligt under dessa år.

Skillnaden mellan olika aktier har därtill

varit mycket stor, och många har råkat betydligt värre ut än så. Så har ju tex många aktier i tidigare pålitliga sk "blågula" branscher som skog, stål, bruk och varv drabbats av närmast förödande kursfall, även om en del kunnat hämtas tillbaka på slutet. Ett par konkurser i börsbolag har dessutom skakat förtroendet för aktier ytterligare.

Kontrasten mot 50- och 60-talen är stor. Expansionen i näringslivet under dessa år återspeglade sig också i aktiekurserna. Kurs-tillväxten låg då ett gott stycke över inflationstakten. Aktier sågs som ett riktigt sätt när det gällde att värdesäkra ett kapital.

### Politiska risker

Ser vi sedan på den politiska sidan har även här trenden gått aktieägandet emot. Åtminstone upplever de flesta aktieintresserade läget så. Till de rent företagsekonomiska riskerna har alltså i de flestas ögon kommit en ökad politisk risk, som även den måste vägas in i bilden vid en aktieplacering.

Det är naturligtvis i första hand löntagarfondshotet som skrämmer bort många från aktier i dag. Att udden här är riktad mot de nuvarande aktieägarna upplever många starkt. Eftersom köp av aktier för de allra flesta innebär ett sparande på längre sikt, tvekar många att riskera sina hårt beskattade slantar om de bedömer de politiska riskerna som alltför stora.

På skattesidan har såväl de högre marginalskatterna som den högre inflationen slagit negativt. Stigande marginalskatter medför att allt mindre blir kvar av utdelningar hos privatpersoner när skatten är dragen.

Vidare betyder den höga inflationen att aktier som säljs beskattas även för den del av en eventuell kursuppgång, som enbart beror på inflationen. Detta till skillnad mot tex fastigheter, där anskaffningsvärdet vid en försäljning ju får räknas upp med ett index som tar hänsyn till penningvärdet.

Att en utveckling som denna satt sina spår i allmänhetens inställning till aktier är lätt att förstå. Idag svarar aktier för en allt mindre del av det kapital som nyplaceras. Det nästan våldsamma intresset för premieobligationer och även olika samlarföremål som guld och diamanter visar vart pengarna tar vägen i stället.

Några tillförlitliga mätningar, som visar hur antalet aktieägare förändrats, finns inte. Mycket tyder emellertid på att antalet privata aktieägare har stagnerat under senare år och möjligen också är på väg tillbaka. Privatpersonernas roll intas i stället av olika institutioner såsom försäkringsbolag, stiftelser och aktiefonder. Det direkta ägandet ersätts alltså alltmer av ett indirekt ägande, vilket knappast är en positiv utveckling.

### Tillnyktring på väg?

Kommer nu aktiemarknaden att vara fortsatt dålig framöver och därmed förlora ytterligare i intresse hos en bredare publik? Det är naturligtvis omöjligt att besvara frågan. Visst finns det åtskilligt som pekar åt det negativa hållet. Det svaga lönsamhetsläget och de urgröpta finanserna i många företag är en faktor. Det statsfinansiella läget med enorma underskott i budget och bytesbalans är en annan.

Men det finns också en hel del som kan tyda på att det värsta är över. När utvecklingen gått alltför långt åt ett visst håll brukar ju följa en korrektion. På många håll kanske man kan tala om något av en tillnyktring, som gör att man inte behöver se alltför mörkt på aktiemarknadens framtid.

Ser vi först på läget i *företagen* har trenden för dessa under hela 70-talet fram till häromåret inneburit en sjunkande lönsamhet. Längre kunde företagen ändå visa upp stigande vinster, vilket dock skedde till priset av en ständigt ökad skuldsättning. En sådan utveckling kan inte pågå hur länge som helst, och när den totala lönsamheten gick ner kraftigt i mitten på 70-talet blev följden att ett stort antal företag råkade mycket illa ut. De negativa effekterna av en hög skuldsättning slog igenom.

Idag prioriterar de flesta företag lönsamhet och finansiell ställning på ett helt annat sätt än tidigare. Expansionen får inte ske snabbare än att balansen kan bibehållas. Företagen är betydligt mer försiktiga med investeringar idag, särskilt när det gäller nya verksamheter. Den ett tag så populära diversifieringstanken har ersatts av koncentration till det kända och beprövade. Man tar inga onödiga risker.

Om konjunkturer och oljepriser inte ställer till nya stora problem, kan detta innebära att den långa trenden mot sämre lönsamhet och finanser kan brytas i många företag. Sundare företag är en första förutsättning för en sundare aktiemarknad.

Att sunda företag också är en förutsättning för tryggade jobb har *anställda och fack* fått många påminnelser om på senare tid.

Under lönsamhetskrisen under senare år har ju vart och vartannat företag tvingats att drastiskt dra ner på antalet anställda eller ta till andra liknande åtgärder. Lönsamma företag är alltså minst lika angeläget för anställda som för aktieägare. På den fackliga sidan kan man också märka en ökad förståelse för behovet av en god lönsamhet i företagen.

#### Skatteändring

Mycket tyder också på att förståelsen för aktiemarknadens villkor har ökat hos *politikerna*. Skall landet ha en chans att komma ur det svåra ekonomiska läget fordras att företagen är konkurrenskraftiga och kan klara sig utan konstgjord andning. För detta behövs också en fungerande aktiemarknad, som kan fylla sin roll att förse företagen med det riskkapital de behöver.

Rent konkret kan regeringen ge ett stöd åt aktiemarknaden genom ett par ändringar i beskattningen av aktier. Kritiken mot läget idag har ökat, och det verkar också som om man förbereder någon förändring i rätt riktning.

Ett område gäller dubbelbeskattningen av aktieutdelningar. Som en följd av de stigande skatterna har det blivit allt dyrare för företagen att använda sig av riskkapital i stället för upplånat. Medan ersättningen för lånade medel, dvs räntan, är avdragsgill kostnad för företagen, måste ersättningen till riskkapitalet, dvs utdelningen, först beskattas i företagen innan den delas ut. Sedan sker ännu en beskattning av utdelningen hos mottagaren. Denna dubbla beskattning har

gjort att det blivit synnerligen dyrt för företagen att vända sig till aktiemarknaden för finansiering. Genom Annell-avdraget lindras effekten något vid nyemissioner, men inte tillräckligt.

Ett annat område där en ändring är angelägen är vad gäller realisationsvinstbeskattningen. Som redan nämnts beskattas idag rena inflationsvinster vid en aktieförsäljning. Någon form av justering så att endast den del av en kursuppgång som är reell och inte inflationsbetingad behövs. När de nuvarande reglerna infördes var inflationen betydligt lägre än idag.

Slutligen kanske man också kan lägga märke till att *aktieägarna* som intressegrupp agerar mer medvetet än tidigare. Under många år har andra intressegrupper runt företagen kunnat göra sig alltmer hörda, medan aktieägarna varit defensiva och trängts tillbaka. Eftersom effektiv opinion måste bedrivas i kollektiva former har nu även aktieägarna organiserat sig. Trycket på företagen från dess aktieägare behövs.

Den dåliga aktieutvecklingen under 70-talet kan alltså visa sig bli en förutsättning för en vändning till det bättre under kommande år. Dags för pendeln att svänga?