

# Öka det enskilda aktie-sparandet!

Ägandet av de svenska börsaktierna har under kort tid genomgått en dramatisk omvälvning. 1970 ägde hushållen 55 % av aktierna men nu har de endast drygt 20 %.

I stället är det bl a invest-mentbolagen, rörelsedrivande börsbolag, 4:e AP-fonden och löntagarfonderna som äger aktierna.

Det finns goda skäl att förbättra villkoren för hushållens direkta placeringar i aktier. Denna artikel pekar på några möjliga förändringar.

1 980-talet kommer sannolikt av framtida historiker att betecknas som aktiernas decennium.

Stockholmsbörsen har sedan slutet av 1970-talet och fram till mitten av 1987 stigit med ungefär 750 procent och det sammanlagda börsvärdet har ökat med mer än 400 miljarder kronor.

Den välbehövliga renässans som aktiehandeln genomgått har emellertid inte varit helt friktionsfri. Den fullkomliga explosionen på börsen har som bekant utlöst en debatt om etik som i många stycken varit både nyttig och nödvändig.

Men marknaden och dess aktörer har också utsatts för politisk kritik, främst från vänster. Öknamn som "finansvalpar", "klippare" och "börshajar" har inte varit ovanliga. Kritiken har ofta kombinerats med krav på skatthöjningar på aktier och den socialdemokratiska regeringen har också varit lyhörd i dessa avseenden. Vi har kunnat notera hur en mängd olika aktieskatter införts och höjts under senare år.

Skatthöjningarna har särskilt haft sin udd riktad mot hushållens direkta aktiesparande. Det institutionella ägandet har däremot i vissa stycken premierats. Allt tyder på att den skattemässiga diskrimineringen påskyndat den snabba institutionaliseringen av aktieägandet i vårt land.

Utvecklingen mot ett allt mindre hushållsägande av börsaktier är inte önskvärd av flera skäl. Det finns därför anledning att reformera aktiebeskattningen så att riskvilligt sparande premieras.

Civilekonom Urban Bäckström är politisk sekreterare med inriktning på skatter och ekonomi vid Moderata samlingspartiet.



### **Dramatisk omvälvning av börsaktieägandet**

Ägandet av de svenska börsaktierna har under kort tid genomgått en dramatisk omvälvning.

Hushållens direkta innehav av börsaktier har minskat från ca 55 % 1970 till drygt 20 % 1985. En mekanisk trendframskrivning resulterar i en total institutionalisering av aktieägandet redan i början av 1990-talet. Så brant är faktiskt den nuvarande trenden.

Som en spegelbild av denna utveckling har det institutionella ägandet ökat kraftigt. Till de institutionella ägarna brukar man exempelvis räkna investmentbolag, rörelsedrivande börsbolag, stiftelser, försäkringsbolag, 4:e AP-fonden och löntagarfonderna. Också allemansfonderna och andra typer av aktiefonder, som utgör 5 % av börsvärdet, kan sägas utgöra ett institutionellt ägande, men även om de skulle räknas till direktägandet ändras inte slutsatsen att hushållens andel minskat.

Liknande trender mot ett minskat direkt börsaktieäggande bland hushåll kan konstateras även i andra länder som t ex Storbritannien, Japan och Frankrike. Men institutionaliseringen har gått både snabbare och längre i vårt land. Och i USA har institutionaliseringen inte varit lika påtaglig.

Under 1980-talet har, som ovan påpekats, kurserna på Stockholmsbörsen stigit mycket kraftigt, vilket också lett till växande kritik från främst ledande fackliga funktionärer. Man har sett det ökande börsvärdet som en icke önskvärd bieffekt av den socialdemokratiska regeringens ekonomiska politik.

Regeringen har för sin del fallit undan när trycket från facket blivit för stort. Så-

lunda har t ex realisationsvinstskatten höjts, tidigare lättnader i dubbelbeskattningen av aktieutdelningar slopats, en tillfällig förmögenhetsskatt införts, förmögenhetsskattesatsen skärpts och en särskild omsättningsskatt införts. Under 1986 förbjöds företagen dessutom höja sina utdelningar. Listan kan göras längre.

Vad som är särskilt intressant är att flera av skattehöjningarna enbart drabbar en mindre del av börsaktörerna, nämligen hushållen. Övriga försämringar drabbar alla aktörer lika. Åtgärderna har emellertid sammantaget haft en slagsida till nackdel för det direkta hushållsägandet, medvetet eller omedvetet.

En del förbättringar har visserligen genomförts, men bortsett från införandet av allemanssparandet, som egentligen är en fortsättning på det numera slopade skattefondssparandet, har nettoeffekten inneburit en försämring av skattereglerna totalt sett.

Men det är inte bara under 1980-talet som åtgärder på aktieområdet varit till nackdel för hushållens aktiesparande. Omläggningen i mitten av 1970-talet till evig realisationsvinstbeskattning i kombination med successivt stigande marginalskatter innebar också en skärpning.

Omvänt har t ex möjliggörandet av 4:e AP-fondens placeringar i aktier och införandet av löntagarfonderna stimulerat institutionaliseringen.

Om den skattemässiga diskrimineringen av det enskilda aktieägandet varit ett led i en medveten socialdemokratisk politik kan man konstatera att den varit lyckosam.

En viktig konsekvens av institutionaliseringen är att hushållen som grupp erhållit en mycket liten del av de ökade för-



mögenhetsvärdena som börsutvecklingen skapat. Ätminstone om man ser till effekterna av det direkta aktieinnehavet. Endast en femtedel av det ökade börsvärdet har nämligen gått direkt till hushållen.

### Hushållen diskrimineras skattemässigt

Det finns ännu inga studier som behandlar orsakerna till institutionaliseringen av aktieägandet, men det går ändå att peka på några betydelsefulla faktorer.

*Den första* och sannolikt den helt avgörande faktorn gäller den skattemässiga diskrimineringen av enskilt aktieägande. Hos en privat aktiesparare drabbas först utdelningarna av progressiv marginalskatt, därefter drabbas varje omplacering av reavinstskatt och sedan i förekommande fall utgår förmögenhetsskatt på aktieinnehavet. Skattereglerna är nominella och leder därför i förening med inflation till mycket höga skatte- och inflationskilar. Om man utgår från att aktieägaren skall få 2 % realt efter skatt kvar av sin placering, vilket får anses vara ett rimligt avkastningskrav, stiger det årliga förräntningskravet från mindre än 15 % vid 0 % inflation till ca 95 % vid 20 % inflation. Vid 6 % inflation krävs 35 % förräntning.

Ytterligare en viktig skatt är arvsskatten i kombination med andra aktieskatter. Större förmögenheter i aktier kan lätt försvinna vid arvsskiften. Det kanske mest kända fallet är dödsboet efter Sally Kistner.

Institutionella placerare däremot har väsentligt lägre skatteklilar och är i vissa fall helt skattebefriade. På det senare är löntagarfonderna ett exempel. Institutioner betalar heller ingen arvsskatt.

*En andra* viktig faktor bakom institutionaliseringen är vinstuppgången i de rörelsedrivande börsföretagen i kombination med den mer dämpade investeringsutvecklingen. Börsföretagen har haft en tendens att nettoköpa börsaktier i stället för att investera vinsterna i rörelsenära anläggningstillgångar under det senaste decenniet eller dela ut dem.

*En tredje* faktor som ibland brukar nämnas som förklaring till institutionaliseringen i allmänhet är det ökande pensionssparandet. Det framväxande välståndet i västvärlden har lett till en uppbyggnad av pensionssparande. Därigenom har kapital kanaliserats till pensionsfonder och försäkringsinstitut för förvaltning i avvaktan på framtida utbetalning. När allt större pensionsfonder placerar kapital i börsnoterade aktier är det bara naturligt att hushållens aktieinnehav institutionaliseras, anser förespråkarna för denna förklaringsmodell. Men den är knappast giltig på svenska förhållanden.

Pensionssparandet kan inte alls förklara institutionaliseringen i Sverige. Försäkringsbolag och AP-fonden har sammantaget inte ökat sin andel av börsvärdet under de senaste tio åren. I stället är det de rörelsedrivande bolagen som varit de största nettoköparna. Andra större aktörer har varit "övriga juridiska personer". I denna grupp ingår exempelvis olika typer av stiftelser men också förvaltningsbolag. I den mån privatpersoner av skattesköld valt stiftelseformen eller aktiebolagsformen i stället får att själva äga sina aktier, styrker detta tesen att aktiebeskattningen är det stora problemet.

Andra aktörer som nettoköpt aktier är aktiefonder och utländska placerare.



### Negativa effekter följer på institutionaliseringen

En ökad institutionalisering av börsaktieägandet har en tendens att minska antalet betydelsefulla aktörer på marknaden. En marknad som karaktäriseras av få och stora aktörer fungerar i allmänhet sämre än en marknad med många av varandra oberoende och mindre aktörer.

Detta leder emellertid inte automatiskt till slutsatsen att Stockholmsbörsen skulle fungera sämre i dag jämfört med mitten av 1970-talet. Utvecklingen hittills förefaller tvärtom vara den helt motsatta. Men risken att utvecklingen går dithän att marknadens funktionssätt försämras om institutionaliseringen fortgår bör inte underskattas.

En annan effekt av institutionaliseringen, som delvis hör samman med vad som ovan sagts om marknadens funktionssätt, berör själva ägarfunktionen.

Vanligtvis brukar man säga att ägarfunktionen upprätthålls av två olika typer av aktörer.

Den första representeras av de aktörer som har större innehav och som därigenom erhåller styrelserepresentation och aktivt deltar i företagets förvaltning. Denna typ av ägare brukar sägas utöva *voice-funktionen*.

Den andra typen av ägare utövar *exit-funktionen*. De deltar inte i förvaltningen utan agerar i stället genom att köpa respektive sälja aktier beroende på vilka förväntningar de har om framtiden. Dåliga vinstutsikter förväntas leda till att denna typ av ägare säljer innehavet, vilket påverkar kursen i negativ riktning och ger således därmed en signal till de större ägarna att vidta åtgärder. Om vinstutsikter i stället är goda så gäller det omvända.

Det går inte att dra någon bestämd slutsats om vilken av ägartyperna som är mest betydelsefull för företagets framtida utveckling. Båda ägarkategorierna upprätthåller emellertid viktiga funktioner och bör därför finnas med i ägarbilden.

En ökad institutionalisering som innebär att det blir färre och större ägare på en aktiebörs kan innebära att exit-funktionen försvagas. I händelse av försämrade framtida vinstförväntningar har dessa ägare för stora aktieposter för att en avyttring skall vara möjlig. Då kan marknaden uppvisa felaktiga prissignaler.

Det är heller inte säkert att institutionen har erforderlig kompetens för att utöva voice-funktionen och aktivt delta i förvaltningen av bolagen.

Det finns således risk för att den ökade institutionaliseringen leder till en försvagad ägarfunktion både vad gäller exit- och voice-funktionerna. Detta är enligt min mening en viktig invändning mot allemansfonderna. De har i många fall kommit att bli så stora att de inte utan svårigheter kan avyttra större aktieinnehav. Inte heller deltar de aktivt i företagets förvaltning.

En tredje effekt av den förändrade ägarbilden på Stockholmsbörsen är att det nuvarande kursläget upprätthålls till en icke oväsentlig del av att börsföretagen själva innehar stora aktieportföljer. Detta illustreras inte minst av att just börsföretagen varit de största nettoköparna på börsen under 80-talet. Det finns en risk för att detta är av övergående natur och att företagen i framtiden i större utsträckning väljer att investera i rörelsenära anläggningstillgångar. Detta kan i sin tur leda till kursfall om det inte finns andra aktörer som nettoköper aktier.



### Lägre skatt på aktiesparandet

Genomgången ovan visar att det finns goda skäl att förbättra villkoren för *hushållens direkta placeringar i aktier*.

En del debattörer framför ibland argumentet att börsen inte är en marknad för mindre aktiesparare. I stället anser de att aktiefonder och andra förvaltande institutioner är ett bättre alternativ. Till viss del är naturligtvis argumentet relevant. Men det finns ingen anledning att skattevägen motverka ett direkt aktieinnehav. Beskattningen bör i stället vara så neutral att var och en själv kan bestämma i vilken form det riskvilliga sparandet skall ske. Och denna neutralitet bör sökas på en lägre skattenivå än i dag.

Låt oss först ta reavinstskatten. En enkel kalkyl visar att den effektiva skattepliktiga andelen av en reavinst för en genomsnittlig privatperson uppgår till 25–30 %. Den effektiva skattepliktiga andelen av en reavinst utgörs av en effektiv kombination av förlustavdrag på yngre aktier mot reavinst på äldre aktier. Reavinstskatten inbringrar vidare ungefär 2 miljarder till statskassan. Det får anses vara en förhållandevis blygsam summa jämfört med andra skatteällor.

Inom ramen för en given skattenivå finns således stora möjligheter till förändringar. Vill man gå längre är det endast fråga om mindre bortfall av skatteintäkter för det offentliga.

Enligt min uppfattning skulle en sänkning av den skattepliktiga andelen vid en reavinst till såg 25 % i kombination med

slopande av nuvarande tvåårsgräns ge en icke obetydlig stimulans åt direktägandet. Därutöver bör längre innehav, såg efter fem år, helt skattebefrias, vilket inte minst skulle förenkla deklarationen. Därmed skulle även en bättre överensstämmelse fås med reavinstbeskattningen i andra länder.

Nästa förändring skulle kunna avse aktieutdelningarna. Nuvarande situation innebär att utdelningarna först beskattas i bolaget och därefter med full marginaleffekt hos den enskilde. Detta tenderar att "låsa" in vinster i företagen och undanhålla aktiemarknaden en viktig funktion, nämligen bedömningen av nya investeringsprojekt. Likaså skapar dubbelbeskattningen en stor skattekil. Ett led i beskattningen borde tas bort så att utdelningarna endast träffas av skatt i ett led.

Ytterligare förändringar skulle kunna göras vid förmögenhetsbeskattningen av aktier. Trots nyligen införda lättnader beskattas aktier fortfarande hårdare än t ex fastigheter vid förmögenhetssammanhang. Samma sak kan sägas om arvsbeskattningen.

Utöver de ovan skisserade förändringarna finns naturligtvis ytterligare angelägna skatteförändringar på aktieområdet. Inte minst den s k omsättningsskatten bör naturligtvis komma ifråga. Denna typ av skatteförändringar ligger emellertid utanför ramen för denna artikel. Här har syftet endast varit att peka på några möjliga förändringar som skulle öka hushållens möjlighet att direkt äga börsaktier.