



LUND UNIVERSITY

Kapitalmarknadens spelregler

Jonung, Lars

Published in:
Nya spelregler för tillväxt

1986

Document Version:
Förlagets slutgiltiga version

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Jonung, L. (1986). Kapitalmarknadens spelregler. I L. Calmfors, I. Hansson, L. Jonung, J. Myhrman, & L. Tson Söderström (Red.), *Nya spelregler för tillväxt* (s. 73-86). (Konjunkturrådets rapport 1974-1999). SNS Förlag.

Total number of authors:
1

General rights

Unless other specific re-use rights are stated the following general rights apply:

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Read more about Creative commons licenses: <https://creativecommons.org/licenses/>

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

LUND UNIVERSITY

PO Box 117
221 00 Lund
+46 46-222 00 00

6 Kapitalmarknadens spelregler

Kapitalmarknad i omvandling

Sedan början av 1980-talet befinner sig den svenska kapitalmarknaden i ett skede av snabb omvandling. En rad förändringar i vår ekonomiska situation har medfört nya villkor för den svenska kapitalmarknaden. De kraftiga budgetunderskotten, ett antal devalveringar och de stora företagsvinsterna har skapat en helt ny situation, där nya aktörer uppträder i nya roller. Finansbolag och storföretag har trängt in på marknader som tidigare betraktades som affärsbankernas. Svensk kapitalmarknad har utvecklats i riktning bort från de omfattande regleringssystem som härskade under 1950- och 1960-talen. Nya finansiella instrument och tekniker har tillkommit. Förbudet mot utländska banker har hävts. Här följer Sverige en internationell trend mot avreglering och ökad finansiell sofistikerad.

Dagens lagstiftning föråldrad

Utvecklingen på kapitalmarknaden aktualiserar följande fråga: vilken lagstiftning och vilka regleringar, om några, ska styra framtidens kapitalmarknad? Den gällande lagstiftningen är nämligen konstruerad för en annan kapitalmarknad än dagens. Hur ska regelsystemet utformas för att svensk kapitalmarknad ska kunna bidra till ekonomins smidighet och tillväxt i framtiden?

Kapitalmarknaden består av många delmarknader

Avregleringen på kapitalmarknaden

Den svenska kapitalmarknaden består idag dels av aktiemarknaden (marknaden för eget kapital), dels av kreditmarknaden (marknaden för lånat kapital). Den sistnämnda marknaden brukar delas upp i en penningmarknad för "kort" kapital och en obligationsmarknad för "långt" kapital. Penningmarknaden kan i sin tur delas upp i ett antal delmarknader med utgångspunkt från de skuldbevis som säljs och köps på dessa. På kapitalmarknaden uppträder ett stort antal institutioner: riksbanken, riksgäldskontoret, affärsbanker, övriga banker, försäkringsbolag, AP-fonden, finansbolag, fondkommissionärer, rörelsedrivande företag och allmänheten.

Fram till utbrottet av andra världskriget var Sveriges finansiella system i stort sett byggt på marknadskonforma regleringar. Det var öppet för internationell konkurrens. Räntor och kreditflöden var oreglerade.

Andra världskriget satte emellertid stopp för detta förhållande. Valuta-reglering och andra kreditmarknadsregleringar tillkom i skuggan av kriget. Efter kriget förstärktes regleringsinslagen. I början av 1950-talet tillkom likviditetskvoter, emissionskontroll och räntekontroll. Antalet nya banker och försäkringsbolag begränsades genom ett reellt etableringsförbud. Man kan säga att såväl priser som kvantiteter på kreditmarknaden reglerades av riksbanken under större delen av efterkrigstiden.

ATP-systemet förstärkte regleringsinslaget

Regleringspolitiken underlättades av att staten uppträdde som långivare. Lågräntepolitiken och tillkomsten av ATP-systemet bidrog till en förstärkning av regleringsinslaget genom att minska antalet aktörer på obligationsmarknaden. Om inte ATP-systemet införts hade Sverige kunnat få ett stort antal privata pensionsfonder och därmed en större mångfald på marknaden som i t ex USA och England. Pensionssparandet i AP-fonden har dessutom använts bl a till att reglera kreditflödet till politiskt prioriterade ändamål, främst bostadsbyggandet och den offentliga sektorn.

Tabell 6.1
Avreglering på kreditmarknaden.

1974	Privat upplåning i utlandet tillåts
1978	Ränteregleringen av bankernas inlåning avskaffas
1980	Ränteregleringen för privata obligationslån avskaffas
1980	Bankerna får rätt att emittera bankcertifikat
1982	Regleringen av försäkringsbolagens utlåningsräntor med undantag för indexlån slopas
1983	Den lagstadgade ränteregleringen avskaffas. Riksbanken styr via rekommendationer och straffräntan
1983	Emissionskontrollen liberaliseras
1983	Likviditetskvotskraven för bankerna avskaffas
1984	Nettoplaceringskraven för försäkringsbolagen ersätts med bruttoplaceringskrav
1985	Tak för av finansbolagen tecknade leasingavtal avskaffas
1985	Placeringskrav för sakförsäkringsbolagen upphör
1985	Utlåningsbegränsningen rörande kommunfinansierade och vissa företagsfinansierade mellanhandsinstitut slopas
1985	Regleringen av bankernas utlåningsräntor i svensk valuta avskaffas formellt
1985	Bankernas utlåningstak avskaffas

Källa: Kvist m fl (1985)

Tabell 6.2
**Finansiella innovationer
 1978—1985.**

1978	Specialinlåningen (sjudagars och bunden) börjar växa från slutet av 1960-talet, särskilt från 1968
1980	Bankcertifikat emitteras
1980	Reverslån med kortare löptid och rörligare ränta tillåts
1982	Riksgäldskontoret börjar emittera statsskuldväxlar
1982	Handelsbanken ger ut depositionsbevis
1982	Finansbolagen ger ut marknadsbevis, finansbevis
1983	Företagscertifikat, kommuncertifikat, caisseobligationer (stads-hypotekskassan) emitteras
1983	Riksgäldskontoret emitterar riksobligationer
1984	Terminshandel i riksobligationer (april) och statsskuldväxlar (nov) uppstår
1984	Emission av riksobligationer och statsskuldväxlar genom anbuds-förfarande
1984	Öppna marknadsoperationer från riksbanken
1984	Marknad för köpoptioner för aktier öppnas
1985	Valutaoptionen tillåts i begränsad omfattning
1985	Penningmarknadscentral etableras
1985	Handel med terminskontrakt (futures) övervägs
1986	Utländska banker tillåts driva bankrörelse i Sverige

Tabell 6.3
Kvarvarande regleringar.

-
- Valutaregleringen
 - Utlåningsrekommendation för mellanhandsinstitut som bedriver icke-prioriterad fastighetsfinansiering
 - Kassakrav för bankerna
 - Bruttoplaceringskrav för livförsäkringsbolag och AP-fonden (ersatte netto-kraven 1984)
 - Bruttoplaceringskrav för bankerna avseende prioriterade bostads-obligationer
 - Ränthereglering för livförsäkringsbolagen avseende indexlån
 - Oktrojförfarandet, dvs etableringskontroll rörande nya affärsbanker
 - Etableringskontroll av sparbanker
 - Etableringskontroll av försäkringsrörelse
 - Etableringskontroll av fondkommissionärsrörelse
-

*En liberaliserad
kapitalmarknad*

Under 1970-talet togs de första trevande stegen mot en liberalisering av kapitalmarknaden. Denna utveckling förstärktes markant under 1980-talet. (Se tabell 6.1 som i punktform sammanfattar de viktigaste avregleringarna.) Den har ägt rum parallellt med andra stora förändringar i ekonomin: energiprishöjningarna, det ändrade växelkurssystemet, det växande budgetunderskottet, de kraftiga förändringarna i företagens lönsamhet och likviditet. Avregleringsprocessen består av två parallella förlopp: för det första har gällande regleringar av räntor och kreditflöden, dvs av priser och kvantiteter på kapitalmarknaden mjukats upp eller slopats (se tabell 6.1), för det andra har nya instrument, finansiella marknader och institutioner tillkommit (se tabell 6.2).

Riksgäldskontoret har deltagit i liberaliseringsprocessen genom att emittera statsskuldväxlar och riksobligationer. Riksbanken har drivit på utvecklingen genom att förlita sig på öppna marknadsoperationer på de "bredare" marknader som uppkommit, dvs marknader där relativt frekventa transaktioner förekommer. En terminshandel i riksobligationer och statsskuldväxlar har börjat växa fram. En stor del av de finansiella innovationerna har ägt rum på den kortfristiga delen av marknaden, dvs på penningmarknaden, men obligationsmarknaden har också påverkats i riktning mot en liberalisering.

*Penningmarknaden har
gått före*

Även om kapitalmarknaden avreglerats, återstår en rad regleringar. Dessa sammanfattats i tabell 6.3. Valutaregleringen intar här en central plats genom att förhindra svenska privatpersoner, företag och institutioner att fritt välja sin portföljsammansättning liksom utländska motsvarigheter att placera i Sverige. Flera av de kvarvarande regleringarna utgör en form av beskattning av verksamheten för olika finansinstitut såsom bruttoplaceringskraven för försäkringsbolagen och AP-fonden i prioriterade obligationer. Olika etableringskontroller gäller fortfarande även om en viss uppluckring av dessa kan spåras under 1980-talet. En ny reglering har tillkommit genom den lag om affärsbankerna som innebär att regeringen sedan årsskiftet 1984—85 ska godkänna valet av styrelseordförande.

Nya aktörer och nya problem

Samtidigt med utvecklingen av nya instrument och tekniker har stora institutionella förändringar på kreditmarknaden ägt rum. Dessa händelser är naturligtvis inte oberoende av varandra utan är utslag av samma grundläggande omvandlingsprocess.

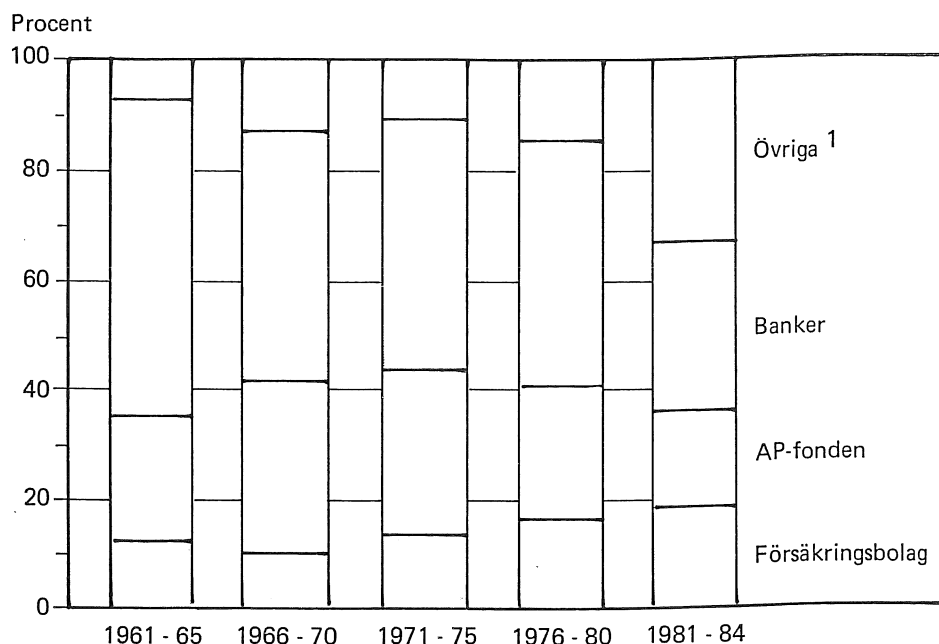
*Stora institutionella
förändringar*

*Bankerna tillbaka-
pressade . . .*

*. . . av finansbolagen
och . . .*

Ett karakteristiskt drag i denna process är att bankerna har pressats tillbaka och förlorat i andel av den organiserade kreditmarknaden (figur 6.1). Bankerna har varit utsatta för en relativt hård utlåningsreglering från riksbankens sida, vilket utgjort en viktig grogrund för finansbolagens snabba expansion sedan mitten av 1970-talet. Dessa företag hade ursprungligen framför allt leasing, factoring och kontokort som sina speciella nischer på kreditmarknaden. Så småningom har deras verksamhet successivt breddats och de spänner numera över ett stort fält av finansiella tjänster. Framför allt tillgodoser de små och medelstora företags behov av finansiering.

Figur 6.1
Kreditmarknaden i Sverige
fördelad på långgivare,
1961—84, andelar i
procent.



¹ Riksbanken, företag, hushåll, stiftelser m fl.

Källa: S-E-Banken

. . . industriföretagen

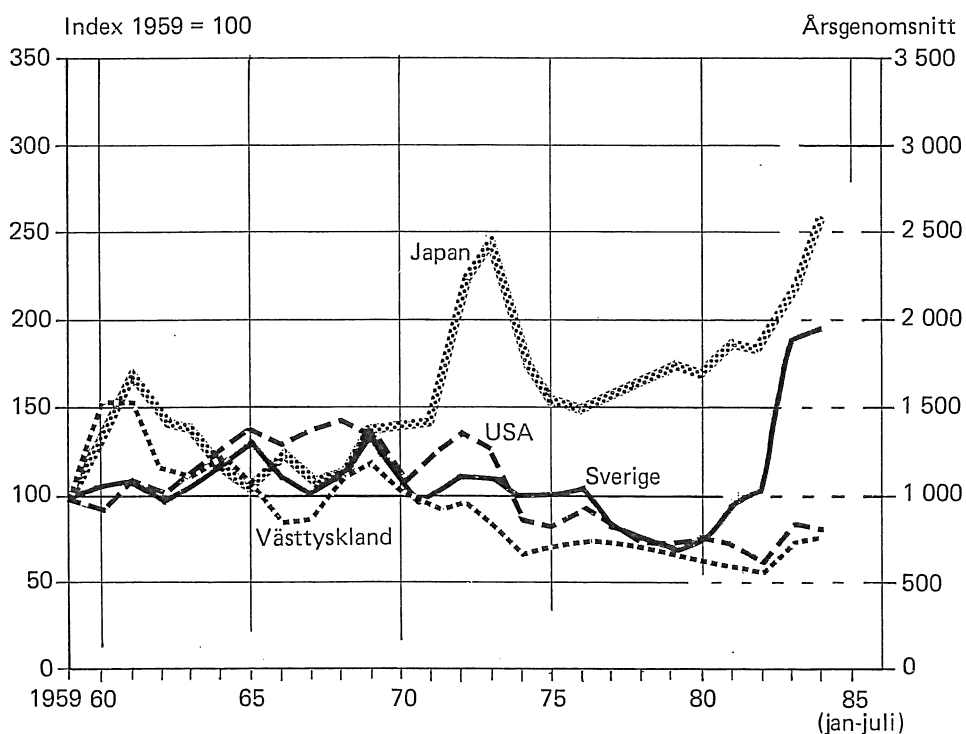
De större industriföretagen har också fått en allt viktigare roll på kapitalmarknaden. Genom det goda vinstläget under de senaste åren har dessa företag blivit mycket likvida. Framväxten av nya kreditmarknadsinstrument i form av t ex statsskuldväxlar och företagscertifikat har gett dessa företag ökade möjligheter till finansiell verksamhet. Följden har blivit att finansavdelningarna byggts ut. Vissa företag har också kunnat visa upp betydande positiva finansnetton. Några företag, som t ex Volvo och ASEA, har gått så långt i den här riktningen att de bildat egna finansbolag.

*Börsomsättningen
tjugofemdubblades på
fyra år*

Aktiemarknaden

Samtidigt med den snabba utvecklingen på kreditmarknaden har aktiemarknaden genomgått en dramatisk omvandling. Mellan september 1980 och mars 1984 steg aktiekurserna nästan oavbrutet med sammanlagt över 350 procent. Börsomsättningen av aktier steg från ett dagsgenomsnitt under åtta miljoner kronor 1979 till närmare 200 miljoner 1983. Antalet börsnoterade företag steg från 101 år 1980 till 166 år 1985. Härtill kommer den snabbt växande OTC-listan med i dag ca 100 noteringar. Nya aktierelaterade finansiella instrument introducerades: konverteringslån, konvertibla förlagslån, konvertibla vinstandelsbevis, optionslån, teckningsoptioner och nyligen också köpoptioner. Utländska aktörer blev plötsligt en faktor att räkna med på Stockholmsbörsen.

Figur 6.2
Real aktiekursutveckling
1959—84, Sverige, Väst-
tyskland, Japan och USA,
index: 1959 = 100. Stap-
larna anger omsättningen
vid Stockholms Fondbörs
(deflaterad med KPI), index
1960 = 100 (högra skalan).



Källa: S-E-Banken

Nödvändig korrigerig

I ett långsiktigt, reallt och internationellt perspektiv framstår ändå denna börsutveckling till stor del som en nödvändig korrigerig av tidigare orimliga förhållanden. Den reala kurstillväxten mellan 1959 och 1984 (se figur 6.2) stannar på ett årsgenomsnitt av 2,8 procent, var till kommer en genomsnittlig direktavkastning på mellan 3 och 4 procent.

Stockholmsbörsen inte speciellt stor

Utvecklingen innebar att det samlade börsvärdet som andel av BNP ungefärligen fördubblades mellan mitten på 1970-talet och mitten på 1980-talet. Ändå framstår inte Stockholmsbörsen som påfallande stor i förhållande till ekonomin som helhet vid en internationell jämförelse (tabell 6.4).

Tabell 6.4
Samlat börsvärde som andel av BNP 1984, procent.

Japan	47
England	44
USA	41
Kanada	36
Sverige	29
Holland	22
Belgien	14
Västtyskland	12
Frankrike	7
Italien	6

Källor: Capital International Perspectives 3/84 och Årsberättelse, Stockholms Fondbörs 1984

God tillgång på riskvilligt kapital

Börsuppgången innebar att företagen kom att värderas till det ungefärliga marknadsvärdet av sina nettotillgångar (figur 6.3). Som man kunde förvänta innebar detta omfattande nyemissioner och nyintroduktioner på börsen. Den i slutet av 1970-talet så omdiskuterade frågan om tillgången på riskvilligt kapital kunde därmed avföras från dagordningen. I stället har nya problem uppstått: institutionaliseringen av aktiemarknaden och det minskade hushållsägandet av aktier, utlandsägandet och röstvärdesdifferentieringen, korsägandet och ask-i-ask-ägandet, behandlingen av minoritetsaktieägare vid maktkamper, värdering av optioner vid beskattning och uppköpserbjudanden, börsetik osv.

Juridiska ramen för kapitalmarknaden i stöpsleven

Kapitalmarknadens skiftande uppgifter

Den snabba utvecklingen på kapitalmarknaden har inneburit att rådande lagstiftning och reglering blivit föråldrad och illa anpassad till ekonomins krav. Frågan om den lämpliga juridiska ramen för kapitalmarknaden och formen för reglering av den finansiella sektorn är därför nu under utredning och debatt. De beslut som kommer att fattas är av fundamental betydelse för inte bara finanssektorns utan hela ekonomins framtida utveckling och tillväxtpotential.

Figur 6.3
 Värdering av börsbolagens
 substans. Samtliga under-
 sökta bolag utom banker
 och försäkringsbolag.



A = börsvärde i procent av bokföringsmässigt eget kapital

B = börsvärde i procent av justerat eget kapital

Källa: S-E-Bankens Kvartalsskrift 1985:3

Reformer utan samlat grepp

Problemet med de reformförslag som framförs är emellertid att de oftast avser enskilda institutioner (t ex finansbolagen), enskilda sektorer (t ex valutareglerna) eller enskilda syften (t ex stasskuldens placering). Risken är därför stor att olika reformer motverkar varandras syften eller får oavsedda bieffekter. Man saknar ett totalgrepp som utgår

från kapitalmarknadens centrala roll för marknadssystemets förmåga att kanalisera resurser.

Kapitalmarknadens fyra huvuduppgifter . . .

Mot denna bakgrund kan det vara viktigt att påminna om vilka centrala funktioner kapitalmarknaden har. Man kan peka på åtminstone fyra viktiga uppgifter.

Likviditetsfunktionen

Den kanske mest uppenbara uppgiften för kapitalmarknaden är att skapa likviditet och betalningsmedel. Tack vare en rad skandrahandsmarknader för olika tillgångar som obligationer, statsskuldväxlar och aktier blir dessa tillgångar likvida, dvs de kan lätt och snabbt säljas till ett pris som är någorlunda förutsägbart. Detta har till följd att marknaden breddas och blir mer effektiv.

. . . försörjning med betalningsmedel . . .

Pengar, dvs volymen sedlar och bankinlåning, brukar beskrivas som den mest likvida av alla tillgångar. En avgränsad del av kapitalmarknaden producerar pengar, nämligen banksektorn, vilken omfattar riksbanken och de banker som mottar inlåning från allmänheten. För att en penningekonomi som den svenska ska fungera väl måste pengar vara ett allmänt accepterat bytesmedel, dvs det måste finnas ett förtroende för banksystemets stabilitet. Av detta skäl har bankväsendet i alla länder underkastats särskild lagstiftning.

Samordningsfunktionen

Kapitalmarknaden tillåter en separation av investeringsbeslut från sparbeslut genom att överföra dispositionen av resurser från långivare (sparare) till låntagare (investerare). Det finns alltid hushåll, företag och institutioner vars inkomster är större än deras löpande utgifter. De har möjlighet att uppskjuta en del av sin konsumtion till framtiden genom att spara. Samtidigt finns ekonomiska enheter som önskar investera. Kapitalmarknaden fyller här en viktig funktion genom att slussa kapital från sparare till investerare och genom att på olika sätt samordna ekonomins spar- och investeringsbeslut. På en väl fungerande kapitalmarknad speglar räntor och kapitalersättning på olika områden den samhällsekonomiska avkastningen av investeringar och ger således signaler om var kapital bäst utnyttjas.

. . . samordna spar- och investeringsbeslut . . .

Riskspridningsfunktionen

För det tredje omfördelar kapitalmarknaden risker. Därigenom tillåter den entreprenörrollen att skiljas även från risktagarrollen. De mest riskfyllda investeringarna finansieras på marknaden för eget kapital, dvs

. . . sprida riskerna . . .

aktiemarknaden, de minst riskfyllda på kreditmarknaden. Portföljförvaltare, dvs långgivare (sparare), sprider sitt risktagande genom att välja olika sammansättningar av sina portföljer. Det innebär att det i ekonomin kan genomföras investeringar på en risknivå som inte en enskild individ eller institution skulle kunna bära.

Värderings- och kontrollfunktionen

Kapitalmarknaden kontrollerar företagens skötsel. Företag måste då och då vända sig till kapitalmarknaden för att erhålla extern finansiering i form av banklån, obligationslån eller nyemission av aktier. Kapitalmarknaden fungerar då som granskare av de föreslagna investeringsprojekten.

. . . övervaka företagsledningarna

Aktiemarknaden värderar dessutom genomförda investeringsprojekt, dvs den löpande skötseln av företag. Börsen kan i själva verket sägas vara en marknad för köp och försäljning av företagsledningarna, där företagsledningens kapacitet återspeglas i de dagliga aktiekurserna. För den placerare som anser sig kunna sköta ett börsnoterat företag på ett mer effektivt (dvs vinstgivande) sätt än vad som för närvarande är fallet, underlättar aktiebörsen ett övertagande av kontroll och därmed byte av företagsledning.

De tre sistnämnda funktionerna är eftersatta

Vid regleringen i kapitalmarknaden finns det särskild anledning att peka på de tre senare funktionerna, eftersom dessa har en tendens att bli eftersatta till den första funktionens fromma. De tre senare funktionerna är emellertid av fundamental betydelse för kapitalmarknadens funktionsduglighet och en väl fungerande kapitalmarknad är en central förutsättning för en väl fungerande marknadsekonomi. Det är en vanlig uppfattning att det finansiella systemet förhåller sig "neutralt" eller "passivt" i förhållande till den ekonomiska tillväxten. Denna uppfattning, som ofta präglat svensk debatt, är emellertid missvisande: beroende på hur kapitalmarknaden organiseras kan den antingen främja eller bromsa den ekonomiska utvecklingen.

Funktionshinder på kapitalmarknaden

Dagens svenska kapitalmarknad fungerar väl när det gäller att skapa likviditet och pengar. Det finns ett starkt förtroende för banksektorn. Tanken på bankfallisemang i Sverige är främmande.

Bankfallisemang i Sverige osannolikt

Problemet är snarare att omsorgen om just betalningsförsörjningen har skapat en alltför genomgripande reglering av bankernas verksamhet — en form av överreglering på bekostnad av kapitalmarknadens övriga

*Bankinspektionen
tvingas tolka
politikernas intentioner*

funktioner. Detta har hindrat bankerna från att konkurrera med mycket annat än nya bankpalats och nya inlåningsformer. Höga krav har ställts på säkerheter, fondering och eget kapital. Bankinspektionens uppgift har blivit inte bara att tillämpa utan även att tolka banklagens bestämmelser, och dessutom politikernas intentioner med hänsyn till skattemoral, bankernas ägande m m. Detta har skapat osäkerhet i banksystemet och bidragit till att hålla tillbaka den konkurrensvilja och innovationslusta som finns hos dess aktörer.

Grundläggande funktionshinder på svensk kapitalmarknad är en rad regleringar, såsom valutaregleringen och placeringskrav på olika institutioner, vilka förhindrar överföring av medel från sparare till investerare till låg samhällsekonomisk kostnad. De bidrar till kostsamma omvägar och obalanser. Valutaregleringen har skapat en allvarlig obalans i de svenska företagens finansiella ställning. Företagen tvingas genom valutaregleringen att ta hem sina exportintäkter och utlandsvinster samtidigt som de är förhindrade att återbetala sina utlandslån eller investera i utländska finansiella tillgångar. Följden är att företagen håller större kassor på tillgångssidan i sina balansräkningar och större volym utlandslån på skuldsidan än vad som annars vore fallet.

*Inläsning av
devalveringsvinster*

Vidare låser skattesystemet in devalveringsvinster i företagen. Att höja utdelningen till aktieägarna är inte attraktivt på grund av ogynnsamma skatteregler. I stället används vinsterna till köp av andra företag på börsen och/eller för att förstärka finansbolagsrörelsen i företagens regi. Härigenom förhindras en effektiv slussning av kapital till de sektorer som är mest expansiva — det finns ju ingen garanti för att den framtida expansionen ska äga rum i företag med historiskt höga vinster. Valutaregleringen i kombination med skattesystemet driver således på det korsvisa ägandet och hotar därmed att förstärka maktkoncentrationen inom svenskt näringsliv.

*Kreditströmmarna
tvingas in på dyra vägar*

Det finns en rad regleringar som har till syfte att direkt styra kreditströmmarna i svensk ekonomi. Effekten av dessa är i stort sett att kreditgivningen flyttas från reglerade till icke-reglerade eller mindre hårt reglerade institutioner. Resultatet blir att kreditgivningen äger rum till en högre samhällsekonomisk och privatekonomisk kostnad än vad som vore fallet i avsaknad av kvantitetsreglering. Kreditströmmarna stoppas således inte av dessa, de tar bara andra och dyrbarare vägar. Om målet för penningpolitiken är att begränsa tillväxten i kreditvolymen bör detta åstadkommas med generellt verkande medel såsom marknadsoperationer från riksbankens sida. Denna insikt förefaller ha varit vägledande

bakom riksbankens beslut under hösten 1985 att slopa utlåningstaken och ersätta dem med högre kassakvoter och en skala av stigande straffräntesatser.

*Etableringskontrollen
begränsar konkurrensen*

Olika etableringshinder utgör ett annat funktionshinder på kapitalmarknaden. Dessa gäller bl a affärsbankerna, sparbankerna och försäkringsinstituten enligt tabell 6.3. Etableringskontrollerna begränsar konkurrensen och förnyelsen och därmed effektiviteten på marknaden. En väsentlig aspekt av konkurrensen inom banksektorn gäller möjligheten att byta ut dåliga bankledning. Fondbörsen måste här fylla en viktig kontrollfunktion genom att göra det möjligt för nya grupper av ägare att ta över banker för att omstrukturera eller byta ledning.

Även en bankledning som uppfyller bankinspektionens krav men som är ineffektiv från avkastningssynpunkt måste kunna bytas ut. Existerande begränsningar i rösträtten för bankaktier har därvidlag negativa samhällsekonomiska effekter. Samma sak gäller det förslag om begränsningar i ägandet av aktier som framfördes av bankinspektionen på hösten 1985.

Ibland uttrycks farhågor att storföretag skulle köpa upp banker via börsen och använda dem på ett otillbörligt sätt genom t ex gynnsam kreditgivning till ägarna. Det bör därför påpekas att utöver konkurrensen mellan bankerna utgör banklagens bestämmelser ett tillräckligt hinder för eventuellt missbruk på denna punkt.

*Innovationer måste få
prövas*

Etableringskontroll gäller i vissa fall även för värdepapper och handeln med dessa. För några år sedan stoppades försök att införa indexreglerade obligationer av riksbanken. På aktiemarknaden råder alltjämt förbud mot s k blankningsaffärer. En fungerande kapitalmarknad förutsätter emellertid att innovationer får prövas och konkurrera med etablerade varor och tjänster. Den förutsätter också förekomsten av många aktörer som konkurrerar med varandra. AP-fondernas dominans på obligationsmarknaden utgör härvidlag ett hinder för uppkomsten av en effektiv marknad för "långa" krediter. I mångt och mycket är det skattesystemet som skapar eller bidrar till de största funktionshindren på den svenska kapitalmarknaden. Grovt uttryckt slår de höga skattesatserna väldiga "kilar" mellan sparare och investerare vilka har allvarliga snedvridningseffekter. Skillnader i beskattning mellan olika aktörer, placementsobjekt och placeringshorisonter förvärrar dessa kilar, som innebär att det samhällsekonomiskt effektiva endast undantagsvis är lika med det privatekonomiskt lönsamma. Dessa negativa effekter av skattesystemet har tidigare diskuterats i kapitlen 4 och 5.

*Skatterna slår kilar
mellan sparare och
investerare*

*Bättre kapitalinkomst-
beskattning krävs!*

Regler för en effektiv kapitalmarknad

Utgångspunkten för all reformering av kapitalmarknaden måste vara att den ska bidra till smidigheten och tillväxten i svensk ekonomi. En grundförutsättning är ett bättre fungerande system för beskattningen av kapitalinkomster (jfr kapitlen 4 och 5). En annan grund för effektivitet är konkurrens inom en väl avvägd institutionell ram. Reformerna som förstärker konkurrensinslaget utan att utgöra ett hot mot stabiliteten i det nuvarande systemet kan bidra till detta. En sådan politik innebär en fortsatt avreglering på en rad områden. Vi vill förorda följande åtgärder:

- Valutareglerna slopas. Det finns såväl stabiliseringspolitiska som effektivitetsskäl för en sådan åtgärd.
- Reglering av utlåningen med kvarvarande kvantitativa restriktioner såsom bruttoplaceringskraven avskaffas. Penningpolitiken bör bedrivas med generellt verkande medel.
- Banklagstiftningen ändras så att bankerna får ett större handlingsutrymme. Lagstiftningen bör uttryckligen ange vad bankerna inte får syssla med — för närvarande gäller det motsatta.
- Bankinspektionens befogenheter begränsas till att följa bankernas utveckling och att hos domstol påtala brott mot banklagen.
- Existerande etableringshinder på finansmarknaderna ersätts med en kontroll av att nya företag uppfyller lagstiftningens krav. Möjligheten att hindra nya finansiella instrument, såsom indexobligationer, begränsas.
- Kravet på regeringens godkännande av ordföranden i affärsbankernas styrelse slopas.
- AP-fonden delas upp i ett stort antal av varandra oberoende fonder i syfte att skapa bättre konkurrens på obligationsmarknaden. Varje fond ges en självständig ledning som svarar för placering och övervakning av fondmedel.
- Rösträttsbegränsningar för aktiebanker, försäkringsbolag och andra finansiella institutioner avskaffas. Detta sker lagstiftningsvägen i de fall begränsningen finns inskriven i bolagsordningen. Bankernas rätt att via egna och närstående fonder och bolag äga egna aktier begränsas.

Tilltron till penningväsendet

Vi ser föga anledning att underkasta andra institutioner och företag än bankerna som är verksamma på kapitalmarknaden regleringar. Man får

*Ökad konkurrens
stärker förtroendet för
kapitalmarknaden*

inte underskatta marknaden och konkurrensens förmåga att själv skapa institutioner och mekanismer för övervakning och kontroll och därmed också skapa förtroende. Kapitalmarknaden befinner sig i snabb omvandling. Omfattande reglering av olika aktörer riskerar att bli en tvångströja som förhindrar omvandlingsprocessen.

Ibland uttrycks oro för att konkurrensen är ett hot mot kapitalmarknadens stabilitet. Ökad konkurrens skulle enligt denna uppfattning skapa en farlig turbulens och hota förtroendet för det finansiella systemet, i synnerhet för banksystemet. Vi delar inte denna uppfattning. Konkurrensen kan (och bör) självklart slå ut ineffektiva företag på kapitalmarknaden. Detta är dock ägnat att öka det långsiktiga förtroendet för marknaden som helhet. Det största hotet mot förtroendet för banksystemet kommer inte från skötseln av bankerna eller andra finansinstitut. Det kommer istället från stora makroekonomiska störningar i vår omvärld och stabiliseringspolitikens sätt att hantera dessa störningar. Effekterna på den svenska ekonomin och kapitalmarknaden av sådana störningar kan inte motverkas av detaljreglering av de inhemska bankerna utan endast av en stabil och trovärdig stabiliseringspolitisk regim. Det är riksbanken och regeringen som i sista hand måste garantera förtroendet för den svenska kronan och för det svenska betalningssystemet.

Källor

- Den svenska kreditmarknaden*. Svenska Bankföreningen 1985
Gabrielsson, E och Persson, L, *Kreditmarknaden—lagstiftning om banker, aktiehandel, valutahandel m m*, Liber Förlag, Stockholm 1984
Kredit- och valutaöversikt. Sveriges riksbank. Nr 1980, 1981, 1982, 1983 och 1984. Nr 1 och 2 1985
Kvist, A, Nyberg, L och Wissén, P, *Penningmarknaden*, SNS Förlag, Kristianstad 1985
Myhrman, J (red), *Svensk kapitalmarknad inför morgondagen. Elva experter ger sin syn*, EFI, Stockholm 1985
Nya tider—Nya banker. Svenska Bankföreningen 1984
SOU 1982:52. *En effektivare kreditpolitik*
SOU 1982:53. *Kreditpolitiken—Fakta, teorier och erfarenheter*