

Flytta pengar ekonomin-  
behövs den?

eller

Är transaktionsekonomin  
samhällsekonomiska kostnader  
för höga?

**Läsanvisning**

Det här är en lätt redigerad version av kapitel 7 i *Det nya företagens samhälle* (SNS, 2004).

Budskapet i kapitlet är att det är osäkert om den moderna, uppsvällda transaktionsekonomin samhällsekonomiskt motiverar sina kostnader. Det finns klara fördelar med en omfattande handel i aktier, valutor, räntepapper och andra finansiella tillgångar på andrahandsmarknaden. Men mindre uppmärksammat är de höga kostnaderna för samhället om något går snett. Den nu aktuella finanskrisen har, mer än vad någon önskat, konkretiserat vilka samhällsekonomiska kostnader som transaktionsekonomin kan leda till.

Karl-Henrik Pettersson

## *3 Flytta pengar-ekonomin – behövs den?*

**E**n av slutsatserna i föregående kapitel var att de vidgade inkomstklyftorna i OECD-länderna efter 1980 till viss del sannolikt kan förklaras av den turbulens, osäkerhet och oklarhet som kännetecknar en period när ett gammalt produktionssystem håller på att ersättas med ett nytt. De ekonomiska förhållandena under denna mellanperiod blir då inte långsiktigt uthålliga, det gäller antingen de mäts i kapitalandel, vinster eller aktiekurser.

Vi skall i det här kapitlet ta upp en annan aspekt på denna tolkning. Det gäller transaktionsekonomin framväxt, detta att de finansiella marknaderna har fått en så framträdande ställning i OECD-länderna efter 1980. De finansiella tillgångarnas andel av BNP har ökat mycket starkt i OECD-länderna, i exempelvis England från nivån 4 ggr BNP 1970 till 15 ggr BNP trettio år senare. Men än mer iögonenfallande är att *transaktionerna* på världens finansiella marknader värdemässigt är dramatiskt mycket större idag än i 1980-talets början. Transaktionsekonomin, ibland vanvördigt också kallad ”flytta pengar”-ekonomin, har fått djupgående konsekvenser i många avseenden. Talar vi om värderingar och attityder i näringslivet är det knappast en överdrift att säga att transaktionsekonomin har tryckt tillbaka industrins och den reala sektorns värderingar och attityder.

De finansiella marknadernas enormt snabba tillväxt mätt i värdet av gjorda affärer har utan tvivel inneburit ett brott mot tidigare förhållanden. Den grundläggande fråga som kapitlet vill ge svar på är om den utvecklingen är berättigad i ett samhälls-ekonomiskt perspektiv eller om den mer speglar de extraordinära förhållanden som har rått efter 1980. Och i så fall om de finansiella marknaderna i *Det nya företags* samhälle kommer att återföras till en normalitet som antagligen ser väsentligt annorlunda ut.

Vi skall begränsa diskussionen till *en* av de finansiella marknaderna – aktie-marknaden. Det kan tyckas förvånande eftersom transaktionsekonomin mätt i

absoluta omsättningstal är väsentligt större på penning-, kapital- och valutamarknaderna. Det är tre skäl som förklarar valet. Aktiemarknaden är den del av den finansiella marknaden som ligger närmast de frågor som jag i övrigt diskuterar i boken. Det är också den del av finansmarknaden som jag behärskar bäst och har skrivit om tidigare.<sup>1</sup> Det tredje skälet är kort och gott att det som sägs om aktiemarknaden i ett transaktionsperspektiv också är, nästan utan undantag, giltigt för de övriga delarna av finansmarknaden. Eller uttryckt på annat sätt. Om slutsatsen av analysen blir att transaktionsekonomin samhällsekonomiska kostnader sannolikt överstiger intäkterna, gäller det inte bara för aktiemarknaden utan också för penning-, kapital- och valutamarknaderna.

### *De korta affärernas dominans*

Ju bättre och öppnare den ekonomiska redovisningen i börsföretagen blir, ju mer av rating och granskande börsjournalistik vi får, ju effektivare informationsteknologin och därmed spridningen av informationen blir, ju mera sofistikerade och kunniga aktiemarknadens aktörer blir, desto mer rättolkad och allmän blir rimligen marknadens information om börsföretagen och ekonomin i övrigt. Och mera tankeväckande, desto *mindre* borde handeln på aktiemarknaden rätteligen bli.

Verkligheten ser, minst sagt, annorlunda ut. Det handlas på aktiemarknaden mer än någonsin. I själva verket tycks förhållandet mellan hur välinformerad marknaden är och handelsvolymen ha vänts upp och ned – ju mer information marknaden har, desto mer affärer görs. Det är paradoxalt.

Det kan finnas ett antal förklaringar till paradoxen. Det är exempelvis inte en självklarhet att transaktionerna minskar om informationen är av hög kvalitet, jämnt och samtidigt spridd, och rätt förstådd av marknaden. Det kan ju vara så att köparna och säljarna har olika preferenser och olika syn på risk vilket leder till att affärer görs trots den höga kvaliteten på informationen och informationsspridningen. Det är samtidigt en teoretisk motivering. Det måste finnas andra, mer handfasta förklaringar – och det gör det.

För det första vet vi att den informationslätta interbankhandeln, det vill säga handeln i aktier mellan banker, andra fondkommissionärer och professionella institutioner i övrigt, har vuxit under de senaste 10-15 åren. Framgångsrikt interbankarbitrage – som volymmässigt kan bli mycket stort också på aktiemarknaden – grundas givetvis på information men också mycket på handlarnas intuition och timingkänsla, på övertag i teknologi och inte minst på att vara ofta och mycket i marknaden.<sup>2</sup> Arbitrage handlar definitionsmässigt om att inte tjäna pengar på att ta position i tillgången, alltså inte ha tillgången i balansräkningen, utan på att riskfritt sälja till ett högre pris än man betalt. På penning- och valutamarknaderna är arbitragehandeln i denna strikta mening mycket omfattande. På aktiemarknaden har den efter 1980 fått ökad betydelse, särskilt i USA.

Till det kommer att vi har fått en stor mängd nya institutionella aktörer på marknaden, både genom att antalet fondkommissionärer och andra professionella aktörer inom ett land ökat i takt med att den finansiella sektorn vuxit och genom att avreglering gjort affärer över gränserna möjliga. Och om antalet professionella institutioner på aktiemarknaden har ökat med, säg, en faktor 2, har antalet institu-

tioner som kan göra affärer med varandra ökat mycket mera, kanske med en faktor 5. För handelsvolymen, är denna triviala, matematiska insikt inte utan betydelse.

För det andra kan det vara annat än information om aktien eller företaget som gör det attraktivt att köpa och sälja på aktiemarknaden. Mycket kortsiktiga förlopp kan exploateras av den som är professionell aktör. Bokslutsspekulation kan vara ett exempel.<sup>3</sup> Handel utlöst av en portföljförsäkring är inte heller informationsbaserad. Tekniken att "försäkra" en placerare att hans portfölj vid en viss framtida tidpunkt kommer att ha som lägst ett visst värde och som i USA användes i så hög grad under åren fram till kraschen i oktober 1987 är i praktiken helt informationslös. Aktier i en försäkrad portfölj säljs inte för att ny ekonomisk information har presenterats, utan för att förprogrammerade datorer utlöser säljsignaler när kurserna passerar vissa angivna "gränsvärden". Det blir också ökad informationslös handel om nonsensaktörerna på marknaden av någon anledning blir flera än normalt. De professionella handlarna vet att det då finns pengar att tjäna och gör vad de kan för att få affärer till stånd.

För det tredje kan vissa strukturella förändringar på marknaden och bland marknadsaktörer ha tvingat fram en ökad handel. Det är rimligen ofrånkomligt att det mycket omfattande nysparandet i aktiefonder under de senaste decennierna, allt annat lika, har ökat börshandeln. Mot det står visserligen att under samma period har återköpen av aktier i vissa länder, däribland USA, varit större än nyemissionerna, vilket kan ha inneburit att transaktionsintensiteten på börserna påverkats negativt. Det mest troliga är ändå att de strukturförändringar som skett medverkat till ökad aktiehandel, och kanske inte minst viktigt är att antalet privatpersoner som direkt eller indirekt äger aktier har stigit kraftigt i nästan alla OECD-länder efter 1980.

För det fjärde har också privatmarknaden blivit mer och mer transaktionsorienterad under de gångna två decennierna. Daytraders fanns knappast före 1980. Och antalet privatpersoner som gör affärer grundade i teknisk analys har antagligen ökat.

Hur stor del av omsättningen på exempelvis Stockholms fondbörs som under de två senaste decennierna varit informationslätt eller informationslös handel i den här meningen finns det såvitt jag vet inga tillförlitliga uppfattningar om.<sup>4</sup> Från tid till annan har "korta affärer" (som sannolikt är en god approximation av vad vi talar om) av allt att döma kraftigt dominerat handeln. Redan för börsåret 1983 gjordes den bedömningen att de korta affärerna svarade för 50-75 procent av omsättningen.<sup>5</sup> Det var en kraftig ökning mot tidigare förhållanden. De korta affärerna under 1970-talet svarade sällan för mer än 10-15 procent av omsättningen på Stockholms fondbörs.<sup>6</sup>

Det är en kvalificerad gissning att den informationslätta och informationslösa handeln på OECD-ländernas aktiemarknader under 1980- och 1990-talen som ett genomsnitt har varit väsentligt större än den informationstäta kundhandeln. Handeln på penning- och valutamarknaderna har under lång tid volymmässigt dominerats av interbankhandel. Det tycks som om detsamma numera också kan sägas om aktiemarknaden. Det är i så fall en principiellt väsentlig förändring som i allt väsentligt har inträffat efter 1980.

Symptomen på att de korta affärerna har ökat i betydelse syns i att fondkommissionärernas balansräkningar vuxit efter 1980. Det gäller särskilt på de stora

internationella börserna och i länder där inte lagstiftningen (som i Sverige) har satt snäva gränser för handelslagrens storlek. Ett handelslager är den portfölj av värdepapper som en bank eller fristående fondkommissionär får ha för att underlätta handeln (skild från placeringsportföljen som rymmer det mer långsiktiga innehavet av värdepapper). Ett skäl till att handelsportföljen har blivit större är att affärerna har ökat i volym och bredd. Ett annat skäl är att spekulativen mot den egna placeringsportföljen har ökat (vilket emellertid i första hand gällt affärer i obligationer). I själva verket har många av de stora investmentbankerna idag i USA spekulationsvinster genom affärer i egen portfölj som den största inkomstkällan, mångdubbelt större än räntenettet och i de flesta fall större än courtageintäkterna.<sup>7</sup> Så var det inte i början av 1980-talet.

Keynes kallade korta affärer för *spekulation*. Att lyckas med korta affärer, menade Keynes, handlade i första hand om att förutse och förstå marknadens psykologi, skilt från *företagande* ("enterprise") där det gällde att förutse och förstå vad en real tillgång, som ett företag, skulle kunna avkasta.<sup>8</sup> Keynes var oroad av att spekulationsaffärerna hade fått breda ut sig på företagandets bekostnad. Målände beskriver han dilemmat: "Speculators may do no harm as bubbles on a steady stream of enterprise. But the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation. When the capital development of a country becomes a by-product of the activities of a casino, the job is likely to be ill-done." Han antyder att aktiemarknaden borde dämpas och regleras, till exempel med omsättningsskatter. "It is usually agreed that casinos should, in the public interest, be inaccessible and expensive. And perhaps the same is true of stock exchanges."<sup>9</sup> Det är för övrigt i första hand dessa formuleringar som fått ligga till grund för och som format den sk kasinosynen, den under flera decennier tongivande allmänna bilden av och föreställningen om de finansiella marknaderna, inte minst aktiemarknaden.<sup>10</sup>

Man kan fråga sig vad Keynes, om han hade levat, skulle tyckt om den nästan ofattbart stora omsättningen på dagens finansiella marknader, särskilt på penning-, kapital- och valutamarknaderna. Det är säkert ingen tillfällighet att James Tobin, ibland kallad USAs främste Keynesian, och andra framstående ekonomer menar att den enorma spekulativa handeln på de globala finansiella marknaderna bör kylas av med hjälp av någon form av omsättningsskatt.

Det fråga vi ställer här är alltså om den mycket stora och ökade handeln på andrahandsmarknaden för aktier är en anomali, en avvikelse från vad en väl fungerande marknad skulle acceptera, alternativt från vad som politiskt skulle kunna tillåtas om människor verkligen förstod dess kostnader. Svaret är långt ifrån självklart givet.

### ***Fördelarna med en stor andrahandsmarknad i aktier...***

En hög omsättning i aktiehandeln har odiskutabla fördelar. En självklar positiv konsekvens är att *likviditeten ökar*. Det blir, kort sagt, lättare att växla en akties värde mot kontanter. Det tar mindre tid och det blir billigare, transaktionskostnaden sänks, om jämförelsen görs mot en marknad där omsättningen är mindre.

Anledningen till att transaktionskostnaderna och därmed likviditetsrisken minskar om omsättningen ökar är enkel och självklar. Ett stort tillflöde av nya order gör att handelslagret hos fondkommissionärerna kan hållas nere och därmed spreaden mellan köp- och säljkurser.<sup>11</sup> Det är alltså i första hand detta samband som förklarar varför skillnaderna i spread är så stora mellan olika börser, och mellan olika aktier inom en börs.<sup>12</sup>

En annan uppenbar och ofta nämnd fördel med ökad handel på en tillgångsmarknad är, allt annat lika, att *priserna på tillgången* (aktien i det här fallet) *blir mera rätt*. Med det menas att om många köpare och säljare finns i marknaden ökar sannolikheten för att det pris som aktien får är en god återspeglning av de fundamentala eller andra förhållanden som styr avkastning och risk. En huvuduppgift för andrahandsmarknaden är att sätta ihop en helhetsbild av de många lösryckta informationsfragmenten som virvlar runt på marknaden. Avslutspriset är denna helhetsbilds manifestation. Friedrich von Hayek är den ekonom som mest tydligt förklarat dessa samband.<sup>13</sup>

En praktisk konsekvens av högre likviditet, mer rättvisande priser och större handel blir också *effektivare riskallokering*. De risker som följer med aktier kan med andra ord spridas på många händer och framför allt på ett sådant sätt att en risk som en placerare tar är kalkylerad och väl i linje med hans egen syn på risk. Från allmänsynpunkt är det senare inte en oväsentlig fördel.

En annan praktisk konsekvens av den allt större omsättningen på aktiemarknaden är att *företagen har tvingats till större öppenhet och till att förbättra informationen*. Börsföretagens årsredovisningar har blivit innehållsrikare, det har inrättats "investor relation"-avdelningar med stora resurser och, inte minst viktigt, vi har fått en större och mer kunnig kader ekonomiska journalister och analytiker som kritiskt kan granska den information som släpps ut och sedan meddela marknaden vad den granskningen resulterat i. För allmännyttan har säkerligen den här utvecklingen varit enbart positiv.

Till dessa fördelar kan läggas alla dem som följer med *ökad konkurrens bland fondkommissionärerna*. För på det hela taget bör det som vi just konstaterat finnas ett positivt samband mellan antalet fondkommissionärer och handelsvolymen – och om antalet fristående aktörer ökar, bör också konkurrensen öka. Det bör medverka till att transaktionskostnaderna sänks.

Några ekonomer skulle hävda att den viktigaste av alla fördelar ändå då inte är nämnd, *den ökade disciplin som andrahandsmarknaderna i allmänhet och valuta- och räntemarknaderna i synnerhet kan utöva på den ekonomiska politiken i olika länder*.<sup>14</sup> På den väl utvecklade globala andrahandsmarknaden i början av 2000-talet bjuds det få tillfällen för en regering i ett OECD-land att ostraffat fatta beslut som marknaden inte tycker ligger i linje med vad som är ekonomiskt riktigt och sunt. Det omedelbara straffet utmätts ofta i stigande räntor. Utrymmet för politik, och särskilt för fördelningspolitik, minskar. Det gör också utrymmet för politiska misstag och politisk mismanagement.

För att sammanfatta – sett ur samhällsnyttoperspektiv finns fördelar med stor omsättning på andrahandsmarknaden för finansiella tillgångar. Marknaden blir mer riskbenägen och, ganska säkert också på annat sätt, mer dynamisk när placerarna vet att de snabbt och till låga kostnader kan sälja sina värdepapper. Riskerna hamnar

på rätta händer, informationen och öppenheten förbättras och fondkommissionärerna blir fler och konkurrensen ökar. Till det kommer att de nationella politiska ambitionerna via en global andrahandsmarknad får ett korrektiv som gör att det alltid kostar något att göra ekonomisk-politiska misstag, att inte göra det som måste göras eller att med politik göra avsteg från vad som anses ekonomiskt klokt.

### *...och nackdelarna*

Den centrala frågan blir givetvis om samhällsnyttan i denna mening kräver att omsättningen på andrahandsmarknaden som i slutet på 1980-talet måste vara 10 gånger högre än i slutet på 1970-talet. Många tror inte det. Och frågan skulle bli än mera berättigad om den relaterades till förhållandena idag, år 2004. Dagsomsättningen vid Stockholms fondbörs var 1980 cirka 50 miljoner kronor, 1990 500 miljoner kronor. Under år 2003 var 5 000 miljoner kronor i dagsomsättning "liten", den genomsnittliga dagsomsättningen det året var 9 852 miljoner kronor.

Mönstret är i stort sett detsamma i andra OECD-länder. Skall det verkligen vara nödvändigt? Ja, möjligen. Det kanske är som den välkände nationalekonomen Paul Samuelson med en ironisk underton skriver: "Just as you must kiss many frogs to catch the prince, maybe a lot of meaningless noisetrading is needed to keep markets liquid." Men han är uppenbart tveksam. Han lägger än en gång till: "Maybe".<sup>15</sup>

För att svara på frågan, får vi börja med att förstå nackdelarna med en stor omsättning på andrahandsmarknaden. Det första steget blir att ställa frågan om det finns några nackdelar i meningen risker, alltså oväntade och oplanerade kursfluktuationer, förknippade med den stora andrahandsmarknaden i aktier. Svaret är av allt att döma ja.

*\*Vissa systemrisk*. En omfattande aktiehandel på andrahandsmarknaden på många börser, och naturligtvis särskilt om marknaderna är nära knutna till varandra, kan ge upphov till en systemrisk, det vill säga att en störning i prissättningen på en marknad kan leda till att också andra marknader påverkas. Det blir, naturligt nog, ett problem först vid ett kursfall. Händelsekedjan i oktober 1987 illustrerar vad som kan hända. Nästan utan tidsfördröjning, utan att marknaderna var särskilt väl integrerade och, än mera tänkvärt, utan att det fanns någon väsentlig realekonomisk grund för kursfallet varken i USA eller i den globala ekonomin i övrigt, föll kurserna på så gott som samtliga stora börser. Mönstret hade den förverkligade systemriskens alla kännetecken. Det är rimligt att anta att den stora och under 1980-talet snabbt växande andrahandsmarknaden bidrog till att oktoberkraschen 1987 fick det förlopp den fick i olika länder.

*\*Sorosinstabilitet*. En av de mera uppmärksammade instabiliteter som följer med integrerade finansiella marknader är att institutionella placerare på mycket kort tid kan göra mycket stora omplaceringar mellan olika tillgångar och olika länder. De stora flöden som uppstår påverkar givetvis kurserna och riskerna. Med Sorosinstabilitet på aktiemarknaden menar jag således mera precis den ökade risk som följer med att internationella fonder och andra placerare med mycket stora resurser gör oväntade omdisponeringar i sina portföljer, som att plötsligt besluta sig för att

gå ur alla positioner i kinesiska aktier till förmån för andra finansiella tillgångar i andra geografiska regioner. Ett sådant beteende underlättas av, i själva verket förutsätter, att andrahandsmarknaden är stor, så stor att transaktionskostnaderna vid en omplacering kan hållas nere.

Att Sorosinstabiliteten med stor säkerhet är samhällsekonomiskt mer kostsam på valuta-, penning- och kapitalmarknaderna är en annan sak som emellertid faller vid sidan av den här framställningen. George Soros Quantum-fonder gjorde för övrigt sådana spekulationer på valutamarknaderna med stor framgång vid flera tillfällen under 1980-talet och början av 1990-talet.<sup>16</sup> De våldsamma kasten på de internationella valutamarknaderna, och med en viss tidsfördröjning, också på aktie- marknaderna i många länder, efter Mexicoescudons fall kring årsskiftet 1994/95, kan vara ett annat konkret exempel.

Att i en stor och växande andrahandsmarknads kölvatten kan följa vissa systemriskor och instabiliteter av annat slag, har således på olika sätt bekräftats. Till det kan i många länder läggas den allmänna sårbarhet och grogrund för spekulation som kan förknippas med den finansiella sektorns växande betydelse. Det kan också öka risken. Men från allmänsynpunkt är kanske detta inte det viktiga. Det är antagligen andra, mer långsiktigt verkande konsekvenser av transaktions- ekonomien som är det verkligt allvarliga. Vi kan kalla dem transaktionsekonomin samhällsekonomiska kostnader. Med samhällsekonomisk kostnad menas i sammanhanget den negativa påverkan på samhällsnyttan (till exempel definierad i termer av förädlingsvärdetillväxt) som en modern, snabbt växande andrahands- marknad kan komma att få.

### ***Transaktionsekonomin samhällsekonomiska kostnader***

De personella och tekniska resurser som krävs för att hålla igång en stor aktiehandel är betydande. Det har beräknats att de totala kostnaderna för aktiehandeln på New York Stock Exchange (NYSE) i mitten av 1980-talet uppgick till \$25 miljarder.<sup>17</sup> Några liknande beräkningar har, såvitt jag vet, inte gjorts vad gäller den svenska aktie- handeln. Men om storleksrelationen visavi NYSE (mätt i marknadsvärde) får styra beräkningen skulle de totala kostnaderna för aktiehandeln i Sverige i dag kunna uppgå till 1,5-2 miljarder kronor per år. Det förefaller inte helt osannolikt om alla kostnader i alla led räknas med.<sup>18</sup>

Det kan hävdas att höga kostnader i denna mening inte kan vara något negativt i allmännyttoperspektiv, eftersom alla transaktioner sker på frivillig väg respektive inom det regelsystem som den företagsekonomiska kalkylen ställer upp. Aktörerna på andrahandsmarknaden, och det gäller inte minst alla som arbetar med korta affärer, gör normalt inte en affär om man inte tror att man kan tjäna pengar på den.

Det finns samtidigt ganska säkert blottor i de privatekonomiska regelsystemen. Det är knappast tal om annat än att aktörerna, också professionella aktörer som banker, fristående fondkommissionärer, värdepappersfonder och investmentbolag, då och då handlar mer än vad som är privatekonomiskt försvarbart. Det finns i alla finanssektorns företag i den egna ”apparaten” av välbetalda mäklare, dyra handels- system, backofficersurser etc en enorm kraft och vilja att göra affärer. Den hindras bara delvis av vad redovisningssystemen säger är rätt eller fel att göra. En av de



tekniker som används i den interna utvärderingen är att säga att ”i år gick visserligen tradingportföljen dåligt men det berodde på tillfälligheter. Nästa år kommer vi att tjäna pengar igen.” ”Alla-i-marknaden-gör-på-samma-sätt” är en annan modell som kan göra företagsekonomiskt omotiverad handel legitim.

Den här insikten får inte hårdnas. För även invänt att den institutionella apparaten har en egen dynamik och impetus som ibland dominerar, kanske också manipulerar, det privatekonomiska regelsystemet, så är naturligtvis den alldeles övervägande delen av alla transaktioner som görs på andrahandsmarknaden företagsekonomiskt sunda. Höga privatekonomiska kostnader för handeln på andrahandsmarknaden är således knappast liktydigt med höga samhällsekonomiska kostnader. De måste i första hand komma från andra omständigheter.

Låt oss granska fem påståenden:

*\*Kortsiktigheten kan öka.* Det är antagligen så att om andrahandsmarknaden får en dominerande roll ökar kortsiktigheten, aktörerna får helt enkelt en kortare planeringshorisont. Det finns ett antal skäl till det. Arbitrage, spekulation och affärer utlösta av teknisk analys är alla definitionsmässigt kortsiktiga och om många transaktioner på aktiemarknaden är av det slaget – och så är det har vi konstaterat – får det inte bara ett genomslag i dag-till-dag-beteendet på marknaden utan självklart också i vilken slags människor som rekryteras till fondkommissionärsfirmorna, vilka belöningsystem som används för handlare, hur verksamheten organiseras etc. Kortsiktigheten institutionaliseras. Det är det första.

För det andra har med stor säkerhet den ökade institutionaliseringen av ägandet också bidragit till att planeringshorisonten förkortats. Det ställföreträdande ägande som fondförvaltare, finanschefer och andra utövar driver ganska säkert fram en kortsiktighet. Konkurrensen mellan olika aktiefonder gör att det inte finns något utrymme för att vid nästa redovisning på ett avgörande sätt skilja ut sig negativt från alla andra. För de som rapporterar och jämför – dagstidningar, privatekonomiska tidskrifter och i viss mån radio och TV – har svårt att rätt förstå och utvärdera den fondförvaltare som avviker. Kortsiktighet blir konsekvensen. (En annan konsekvens blir försiktighet. Det är ingen tillfällighet att aktiefondernas portföljer har så kallade  $\hat{a}$ -värden som konsekvent ligger under 1,0. Det betyder, tekniskt sett, att portföljförvaltarna har investerat i aktier som är mindre riskfyllda än genomsnittet av aktier på marknaden.) För de förvaltare som också har ansvaret för en tradingportfölj gäller självfallet samma, kortsiktiga mål som för vilken spekulant som helst. Det bara framhäver kortsiktigheten.

*\*Ägandets roll kan försvagas.* Ett tydligt och målmedvetet ägande är en förutsättning för ett långsiktigt konkurrenskraftigt näringsliv. Men det allt mer institutionaliserade ägandet, en av transaktionsekonominas kännetecken, kan medverka till att ägandets själva utövande blir mindre kraftfullt. Låt oss ta ett extremt exempel. Om indexfonder – en aktiefond vars värdeutveckling följer ett visst aktieindex – skulle få allt större betydelse blir ägandet i takt med den utvecklingen alltmera innehållslöst. ”Since we invest by formula, we vote by formula” som en direktör för USAs största indexfond uttryckte saken. Indexfonder har alltså liten voice-kraft och, definitionsmässigt, ingen exit-kraft. Men även

bortsett från extremen indexfonder kan den ökade institutionaliseringen i form av aktiefonder medverka till att ägandet blir mindre starkt därför att den ”industriella” kompetensen och erfarenheten hos dem som utövar ägandet saknas.

Man kan parentetiskt ställa sig frågan vilka som i framtiden kan ta på sig det *aktiva* ägaransvaret, och i synnerhet ansvaret för att via ägandet ta de större strukturgreppen. Privatpersoner, även de mest förmögna, kan inte annat än i undantagsfall, göra det, i varje fall inte om vi talar om strukturförändringar som berör storföretag. Investmentbolagens andel av börsvärdet minskar trendmässigt i så gott som alla länder, ett uttryck för att aktiemarknaden inte anser investmentbolag vara en särskilt effektiv ägarform. Och för försäkringsbolag och banker, andra tänkbara ägare med stor finansiell styrka, finns ofta formella begränsningsregler för ägandet, i många länder får försäkringsbolagen och bankerna överhuvudtaget inte äga placeringsaktier.

Finns det då någon aktör kvar som kan vara aktiv ägare? Ja, mitt svar har jag formulerat i ett tidigare kapitel. Det är företagen själva, de icke-finansiella företagen, som skall svara för det ”tunga” aktiva ägandet. Men det är i min modell företag där kapitalägandets prerogativ har ersatts med nyckeltillgångarnas prerogativ, således företag där det dominerande ägandet innehas av dem som sitter på nyckelkompetensen och på andra tillgångar som i ett visst skede är väsentliga för företagets konkurrenskraft. Bankerna, försäkringsbolagen, aktiefonderna och andra finansiella aktörer skall givetvis medverka som finansiärer och de kan vara ägare men i normalfallet enbart med exit-kraft. Med den modellen behövs det sannolikt inte längre några mellanhänder för det aktiva ägandet. Det skulle i så fall bara vara ytterligare ett exempel på att utrymmet på marknaden för finansiella intermediärer alltmera krymper.<sup>19</sup>

*\*Nyföretagandet kan minska.* Om förvaltning av och handel med andras finansiella tillgångar blir mer och mer socialt attraktivt och mer ekonomiskt lönsamt än att utveckla egna företag, kort sagt om allt fler unga, kreativa, dynamiska och välutbildade arbetar på de finansiella marknaderna med att ”flytta pengar” och allt färre av samma slag med att utveckla nya företag på de reala marknaderna, kan det långsiktigt få allvarliga konsekvenser för samhällsekonomin i ett land. Det är antagligen rätt att säga att just precis så har det varit i många OECD-länder under de gångna två decennierna.

Det finns också en annan koppling mellan den stora andrahandsmarknaden i aktier och förnyelsen av näringslivet som sällan uppmärksammas. Det är ostridigt att de som förvaltar fonder av olika slag aldrig kan ha något annat mål för sin placeringspolitik än att med en rimlig risknivå (som i praktiken närmast kan kallas försiktig) försöka tjäna så mycket pengar som möjligt åt sina uppdragsgivare, andelsägarna. Fondernas placeringshorisont riskerar då, som vi har sett, att bli kort. Men är tidsperspektivet långt för den som sparar får vi en komplikation i målbilden. De som sparar för sin pension, eller på annat sätt för utbetalningar långt fram i tiden, får den verkligt höga avkastningen om tillväxten i samhällsekonomin är hög. Det i sin tur kräver ett ständigt tillskott av nya företag som växer snabbt och för det behövs ett lika ständigt tillskott av uthålligt, kunnigt och, inte minst viktigt, riskvilligt ägarkapital. En aktiemarknad där tyngdpunkten ligger på andrahands-

marknaden och där förvaltare av andras pengar i så hög grad har den stora placeringskapaciteten, riskerar att inte kanalisera tillräckligt med riskkapital till ventures av det slag som ger nya företag.

Nyetableringarna i svensk industri har minskat praktiskt taget kontinuerligt under de senaste två decennierna – i själva verket under mycket längre tid än så.<sup>20</sup> I jämförelse med flertalet andra västländer, även i jämförelse med andra nordiska länder, är den svenska nyetableringen, den entreprenöriella aktiviteten, anmärkningsvärt liten.<sup>21</sup> Samtidigt är andrahandsmarknaden i aktier och andra värdepapper, mätt i till exempel omsättningens andel av BNP, en av de mest omfattande i Europa. Frågan är således om det finns ett samband.

Det finns en ytterligare aspekt på den här frågan. En aktiemarknad dominerad av korta affärer och trading befinner sig definitionsmässigt långt från den reala ekonomin. Men även de som arbetar aktivt i nästa led i kedjan, mitt emellan finansiell sektor och genuin produktion i real sektor, det vill säga de som arbetar med att köpa och sälja SME-företag, riskerar att ryckas med i kortsiktigheten. Och vad mera är – de är många gånger bra på att utveckla företag som redan finns, de är sämre på, i själva verket sannolikt för det mesta ointresserade av, att ta risker i det första ledet, att finansiera nya produkter och skapa nya företag. Det är antagligen ingen tillfällighet att venture capital-marknaden i OECD-länderna till stor del består av finansiering av upp- och utköpsaffärer av olika slag.<sup>22</sup>

*\*Marknaden kan bli för perfekt.* Är det möjligt så att den alltmer perfekta andrahandsmarknaden i aktier kan bli *för* effektiv sett i ett utvecklings- och tillväxtperspektiv? Ja, det kan i varje fall inte uteslutas. All företagsutveckling drivs fram av mer eller mindre imperfekta varu- och tjänstemarknader – av lokala monopol, praktiska etableringshinder, temporära kunskaps- och teknologiövertag etc – men också av imperfekta kredit- och kapitalmarknader som bland annat underskattar och därmed underprissätter risk. Exempelvis underskattade aktiemarknadens aktörer i OECD-länderna riskerna i IT-företagen under senare delen av 1990-talet och fick i början av 2000-talet betala priset genom i bästa fall drastiskt sjunkande aktievärden, i sämsta fall totalförlust.

När bankerna och andra kreditgivare i ökad grad börjar prissätta efter risk eller avstår från krediter med för hög risk och när riskkapitalmarknaden blir betydligt mera noggrann i sin granskning av projekten (vilket har skett efter IT-debaclet), då kan, paradoxalt nog, dynamiken i ekonomin försämras. Det blir helt enkelt mindre spelutrymme för entreprenörer eftersom kapitalet inte finns till hands eller blir för dyrt. Får vi dessutom i ett modernt samhälle, och det kan antagligen inte uteslutas, färre genuina entreprenörer, personer som enligt Frank Knight "have an irrationally high confidence in their own good fortune, and on top of that...tend to overestimate the possibility of success",<sup>23</sup> ja då är det kanske inte så konstigt om dynamiken i företagandet och därmed tillväxten i samhällsekonomin kommer att sjunka. Den alltmer perfekta kredit- och kapitalmarknaden kan komma att få en samhälls-ekonomiskt oönskad konsekvens, en negativ externalitet i form av för lågt nyföretagande och för få djärva företagssatsningar i övrigt som ingen riktigt hade tänkt sig.

Den ständigt växande finansiella sektorn och transaktionsekonomin andra uttrycksformer kan få också en annan, sällan uppmärksammas konsekvens, att en särskild slags människotyp utvecklas.

*\*Vi kan få en helt ny människotyp, transaktionsekonomin människan.* Det är väl alldeles klart att alla mäklare och andra som sitter vid skärmarna och gör själva arbetet på andrahandsmarknaderna får sina särdrag som människor. Så har det varit så länge vi har haft en handel i värdepapper. ”En elegant herre i tjugooårsåldern med loge på operan och abonnerad plats på guldkrogarna och som åkte Djurgår'n runt i öppen landå på söndagsmiddan”, så beskriver Helge Cohn det tidiga 1900-talets ”fondmäklarynglingar”.<sup>24</sup> Albert Engström har i en av sina böcker en dråplig beskrivning av hur den tidens börsmäklare träffas på en tillställning och presenterar sig för varandra, inte med namn utan med det branschområde eller papper de handlar med:

-Gummi!

-Salvarsan<sup>25</sup>! Tillåt mig skåla!

-Jordkväve!

-Gränges! Tar vi ett glas!

Brackigheten och självgodheten var densamma på 1910-talet som på 1980-talet, det var bara orden och de yttre formerna som skilde. Det nya med 1980-talet, och senare delen av 1990-talet, var att kretsen av transaktionsmänniskor vidgades.

Jay McInerney, amerikansk författare, gav för några år sedan ut en bok, *Ljusets faller*, som tydligare än något annat jag har läst beskriver just vilken slags människa en transaktionsekonomi kan forma.<sup>26</sup> Det är en New York City-skildring tidsmässigt förlagd till några månader under 1987, slutet kommer i anslutning till börskraschen den 20 oktober. Den gör slut också på hjältens, Russel Colloways, planer att i sann 1980-talsanda fientligt ta över det bokförlag där han är förlagsredaktör.

Boken handlar om hur den i grunden sunde och ärlige Russel Colloway dras in i 1980-talets finansiella karusell och på köpet så när inte bara förlorar sin egen själ utan också sin sunda och ärliga hustru Corinne, bokens goda genius.

Det som skedde under 1980-talet i de flesta västländer var, menar McInerney, att transaktionsekonomi-värderingarna fick större genomslag därför att de många Russell Colloway-människorna var och en efter sin förmåga började luta åt samma håll. Det gällde inte minst viljan att bli rik, att som alla andra utnyttja transaktionsekonomin möjligheter. ”Jag måste börja med optioner och terminer” (inte, som hittills, nöja mig med bara trista aktieplaceringar) säger Russell Colloway och avslöjar vad många i den intellektuella medelklassen säkert kände. I Sverige fanns vid den här tiden, i mitten av 1980-talet, en variant på samma tema: ”Jag måste börja skatteplanera som alla andra”.

Det låter sig säga att människorna i boken är stereotypa, klichéartade figurer som inte har särskilt mycket att göra med hur verkligheten i verkligheten såg ut. Men den invändningen är inte särskilt övertygande. Just den unga, välutbildade medelklassens långsamma glidning över mot den finansiella sektorns och transaktionsekonomin tongivande värderingar med mer av att var och en sköter sitt och mindre av omtanke om andra, mer av att tjäna pengar åt sig själv och företaget än allmännyttan, mer av korta affärer än långa relationer, mer av girighet än generositet

etc, just den tendensen var lika skönjbar i Europa som i USA. Det var något av 1980-talets signum i alla länder där den finansiella sektorn växte snabbt. Och den bilden har inte ändrats nämnvärt efter 1990.

Vilken blir den samlade bilden? Ja, det kan inte uteslutas att verksamheten på andrahandsmarknaderna under 1980- och 1990-talen, steg för steg och utan att vi kanske riktigt har uppmärksammat det, har fått ett större genomslag i samhället än vad dess betydelse för allmännyttan i det långa perspektivet skulle motivera. Det förefaller ibland som om den finansiella sektorn i vissa människors ögon är överordnad den reala, som om andrahandsmarknaderna är viktigare för samhällsekonomin och samhällsnyttan än primärmarknaderna – och det kan verkligen diskuteras. Båda behövs men frågan är alltså om tyngdpunkten, alldeles oavsett tidsperspektivet, idag är rätt placerad. Det finns ett fruktbart, men inte alltid riktigt förstått, motsatsförhållande mellan finansiell och real sektor. Det är den polaritet som på ett handfast plan kan åskådliggöras av skillnaden mellan en trader och en entreprenör, mellan en ung civilekonom vid handlarbordet och småföretagaren. Men också på ett mera abstrakt, strategiskt plan av skillnaden mellan ”köp och sälj” och ”köp och behåll”, mellan risk och osäkerhet, mellan kortsiktighet och långsiktighet, mellan exit och voice, kort sagt mellan funktionsdugliga finansiella marknader och väsentligt mindre perfekta reala marknader. Det är möjligt, kanske till och med troligt, att andrahandsmarknadsraseriet har förskjutit den dualismen för långt bort från den reala sektorn för att det skall vara långsiktigt samhällsekonomiskt optimalt.

Den allt större och mer hektiska andrahandsmarknaden borde – om min analys är korrekt och marknaden har förstått – ha höjt risken. Eller uttryckt på annat sätt. Ökad systemrisk, högre Sorosinstabilitet och den sårbarhet som följer med en extremt stor och växande finansiell sektor borde ha fått avkastningskravet på aktiemarknaden att stiga. Det har inte blivit så. För en så stark kursutveckling som den som vi genomsnittligt har haft i OECD-länderna efter 1980 kan vi bara få om börsföretagens vinster blir väsentligt högre än förväntat (och så blev det) samtidigt som avkastningskravet *sänks*, inte höjs.

Det finns några tänkbara förklaringar till att marknaden inte har höjt avkastningskravet under den här perioden. Den första förklaringen är teknisk. Även om riskpremien faktiskt har höjts på aktiemarknaden så är inte detta nödvändigtvis liktydigt med att avkastningskravet har höjts. Sjunkande inflation och inflationsförväntningar, lägre likviditetsrisk och annat, kanske att den stigande realräntan inte fick slå igenom i beräkningarna, kan ha gjort att avkastningskravet, som ju är summan av förväntad realränta, inflation och risk, tvärtom sänktes, i synnerhet under 1980-talet.

En andra förklaring kan vara att aktiemarknaden inte har upptäckt och därmed inte har diskonterat de ökade risker som den stora andrahandsmarknaden sannolikt måste förknippas med. Det kan låta som en otänkbarhet men är kanske inte mer otänkbart än hur den svenska aktiemarknaden förhöll sig till den kommersiella fastighetsmarknadens risker under 1980-talets andra hälft. I själva verket syntes inte den svenska bank- och fastighetskrisen, den djupaste krisen i modern tid, i aktiekurserna förrän flera månader efter det att bubblan hade spruckit hösten 1990.

Och då hade riskerna i bankerna och fastighetsbolagen ackumulerats i årtal utan att aktiemarknaden upptäckte det. Det kan inte uteslutas att vi på samma sätt håller på att ackumulera en risk genom andrahandsmarknadens snabba tillväxt och genom en del av de nya instrument och institutioner som hänger samman med den moderna kapitalmarknaden.<sup>27</sup> Det är inte ett särskilt originellt påstående. Henry Kaufman, också kallad Dr Doom och tidigare Salomon Brothers chefsekonom, varnade under 1980- och 1990-talen ständigt för de risker som kan vara förknippade med värdepappersfondernas snabba tillväxt. Personligen är jag inte så rädd för den utvecklingen. Trots allt är merparten av dessa fonder ”open ended” vilket gör att fallissemangsriskerna i praktiken är obefintliga. Att marknadsvärdet på fonderna kan sjunka drastiskt av ett eller annat skäl är en helt annan sak. Den risken kommer antagligen inte att synas i avkastningskravet förrän den dag en stor aktör handfast drabbas.

Den tredje förklaringen, och kanske den mest troliga, är att aktiemarknadens aktörer helt enkelt inte anser att risken har ökat till följd av att omsättningen på världens aktiemarknader har ökat dramatiskt efter 1980.

Även om vi accepterar det sista synsättet, att andrahandsmarknadens risker är försumbara, det vill säga att systemriskerna, Sorosinstabiliteter och annat inte är något att oroa sig för, återstår transaktionsekonominns långsiktiga samhällsekonomiska kostnader i enlighet med vad vi just diskuterat. Det är förhållanden med ett tidsperspektiv långt bortom vad även en väl fungerande aktiemarknad i praktiken kan diskontera.

Man kan i det perspektivet ställa sig frågan om den höga omsättningen på andrahandsmarknaden är en anomali som så småningom kommer att normaliseras i takt med att den transienta perioden mellan det gamla och nya produktionssystemet klingar ut?

Det är svårt att veta svaret på en sådan fråga. Å ena sidan är andrahandsmarknaden i aktier inte särskilt stor om den jämförs med förhållandena på valuta-, penning- och kapitalmarknaderna. Det finns fortfarande en potential för lägre transaktionskostnader och därmed för att aktiemarknadens handel skulle kunna bli ännu väsentligt större. Å andra sidan är de dolda samhällsekonomiska kostnaderna med en andrahandsmarknad redan på dagens nivå så betydande att det är tveksamt om det kommer att få fortgå. Antingen kan andrahandsmarknadsraseriet vara ett uttryck för en ännu omogen marknad, broilad av stora finansiella obalanser, höga kapitalandelar, hög likviditet och annat som kan förknippas med en transient period, allt dessutom förstärkt av en snabb teknisk utveckling på IT-området med sänkta transaktionskostnader som följd. I så fall kommer marknaden själv att finna att den ökade likviditeten och andra fördelar har ett för högt pris.

Eller också är andrahandsmarknaden som den ser ut idag en genuin imperfektion, en negativ externalitet, som marknaden definitionsmässigt inte klarar av att åtgärda på egen hand. Då kan politikerna komma att enas om att dämpa handeln, kanske på det sätt som Keynes och Tobin och andra menade kunde bli nödvändigt. Politiken kommer i så fall ganska säkert att få sin kraft av att något drastiskt och negativt kommer att inträffa på penning-, kapital- eller valutamarknaderna, kanske en ny

börskrasch typ 2000-talets början, kanske en ny valutakrasch typ Mexico 1994/95, kanske något mycket större, ännu helt oupplevt och otänkt.

För egen del är jag osäker på vilken av de två vägarna tillbaka till viss sans och måtta som kommer att följas. Det vi kan hoppas på är att det blir marknaden själv som kommer att dämpa andrahandsmarknaden i finansiella tillgångar.

## Noter

<sup>1</sup> Kapitlet är en bearbetad och förkortad version av ett avsnitt i boken *Aktiemarknadens anomalier* från 1996. Se Pettersson, K-H., 1996, *Aktiemarknadens anomalier*, Groveda, Göteborg.

<sup>2</sup> Det berättas att en japansk fondkommissionär redan i mitten av 1990-talet investerade \$35 miljoner i en ny datautrustning bara för att få två (2) sekunders försprång i arbitragehandeln med terminer. Se "The mathematics of markets – A survey of the frontiers of finance", *Economist*, October 9<sup>th</sup>, 1993, s 6.

<sup>3</sup> Det finns olika former av bokslutsspekulation som numera också många privatpersoner, och inte minst daytraders, ägnar sig åt då och då. När en aktör vet att bokslutet i ett i övrigt sunt företag med goda framtidsutsikter kommer att visa negativa siffror (vilket inte kommer som en överraskning, i varje fall inte vid årsbokslutet), kan bokslutsspekulanten några minuter/timmar innan rapporten publiceras lägga in en stoploss-order något under föregående dags stängningskurs och köpa tillbaka aktien några minuter/timmar senare, när de mindre väl insatta kundernas besvikelse har fått slå igenom på kursen men innan de mer medvetna kunderna har förstått att det råder köpläge.

<sup>4</sup> Se Halvarsson, M., 1988, "1970-talet – en förberedelse för 1980-talets omvälvning", ingår i: Hägg, I., (red.), 1988, *Stockholms Fondbörs*, SNS Förlag, Stockholm, s 94.

<sup>5</sup> *Veckans Affärer*, 1984, nr. 12, s 54.

<sup>6</sup> *Ibid*, s 54. Se också Halvarsson, 1988, s 94.

<sup>7</sup> "Other people's money – A survey of Wall Street", *Economist*, April 15<sup>th</sup>, 1995, s 14.

<sup>8</sup> Keynes, 1936, s 158.

<sup>9</sup> *Ibid*, s 159.

<sup>10</sup> För ett lättillgängligt, intressant resonemang om *kasinosynen* vs den mer moderna, finansekonomiskt dominerade *informationssynen*, se Miller, M. H. & Upton, C. W., 1989, *Strategier för en bättre kapitalmarknad*, SNS Förlag, Stockholm, 16 ff.

<sup>11</sup> Se Fabozzi, F. J. & Modigliani, F. 1992, *Capital Markets, Institutions and Instruments*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, s 482 ff.

<sup>12</sup> För övrigt är det inte bara ökad omsättning som kan minska spreaden. Det har visats att från den dag optioner ställs ut i en viss aktie, ökar likviditeten i aktien. Skälet är detsamma. Marknadsgaranten kan helt enkelt hålla ett mindre handelslager eftersom optionerna erbjuder en möjlighet att försäkra sig mot oväntade kursrörelser. Det visar sig också att kurserna på en aktie som just börjat optionhandlas stiger med 2-3 procentenheter. Anledningen är att placerarnas risk har reducerats genom att optioner i aktien kan köpas och säljas, se Lindgren, R. & Näslund, B., 1994, "Hur påverkar optionshandel aktiemarknaden?", *Ekonomisk Debatt*, årg. 22, nr 4, s 401 ff.

<sup>13</sup> När priserna sätts på en väl fungerande marknad, säger Friedrich von Hayek i sin Nobelföreläsning, blir de i varje ögonblick ett uttryck för all den information som alla aktörer har, och han gör det viktiga tillägget: "...a sum of facts which in their totality cannot be known to the scientific observer, or to any other single



brain". Se von Hayek, F., 1974, "The Pretence of Knowledge", *American Economic Review*, vol. 79, nr. 6, december 1989, s 4.

<sup>14</sup> *Economist* ägnade för några år sedan en survey åt denna fråga och förklarade, som alltid på ett väl underbyggt och uttömmande sätt, fördelarna med att andrahandsmarknaden utövar en viss makt visavi politikerna i olika länder. Eller som det sammanfattningsvis sägs i artikeln: "...there is little cause for concern about the constraints that financial markets impose on government policy." Mot det står många politikernas uppfattning. Jacques Chirac, Frankrikes nuvarande president, har exempelvis talat om spekulativen på andrahandsmarknaderna som "AIDS of world economy", se "Who is in the driving seat? – A survey of the world economy", *Economist*, October 10<sup>th</sup> 1995.

<sup>15</sup> Detta är avslutningsraderna i en välskriven, underfundig och högst tänkvärd artikel om aktiemarknaden som Paul Samuelson skrev i en jubileumsutgåva av *Journal of Portfolio Management* hösten 1994, se Samuelson, P. A., 1994, "The Long-Term Case for Equities", *Journal of Portfolio Management*, vol. 21, nr. 1, Fall 1994, s 23.

Det finns, alltsedan Keynes, gott om andra, välrenommerade ekonomer som är mer tydligt tveksamma i sitt ställningstagande till om andrahandsmarknadernas enorma tillväxt har en motsvarande samhällsnytta. Ekonomipristagaren Joseph E. Stiglitz tror exempelvis att "...short term speculative activity has zero and negative net social value". Se Stiglitz, J. E., 1990, "Government, Financial Markets and Economic Development", *National Bureau of Economic Research*, working paper nr 3669, s 19. Robert B Reich, Harvardprofessor och fd arbetsmarknadsminister i Clinton-administrationen, är en annan person som har ifrågasatt de stora andrahandsmarknadernas samhälleliga värde, se Reich, 1994, s 163 ff.

<sup>16</sup> Under vissa speciella omständigheter och särskilt på valuta-, penning- och kapitalmarknaderna, uppstår så stora flöden att till och med stora samhälls-ekonomier inte kan skydda sig mot dessa tekniskt styrda kursfluktuationer. Det som skedde på valutamarknaderna i Europa hösten 1992 är ett konkret exempel. Oron på de finansiella marknaderna i en stor del av världen efter Mexico-escudons fall i januari 1995 är ett annat exempel på Sorosinstabilitet.

<sup>17</sup> Lowenstein, L., 1991, *Sense and Nonsense in Corporate Finance*, Addison-Wesley, Reading, Mass., s 184.

<sup>18</sup> Bakvägen kan en viss kontroll av storleksordningen på denna uppskattning göras. Det brukar sägas att kostnaderna för själva handeln vid Stockholms Fondbörs svarar mot 5-10 procent av de samlade kostnaderna för den svenska andrahandsmarknaden i aktier. 1,5-2 miljarder kronor i totalkostnad skulle således antyda att kostnaden för handeln vid Stockholms Fondbörs skulle ligga i intervallet 75-200 miljoner kronor vilket stämmer någorlunda med de redovisade kostnaderna i fondbörsens senaste bokslut.

<sup>19</sup> I annat sammanhang har jag beskrivit hur den finansiella marknadens utveckling gör behovet av banker i klassisk mening, arketyper för en finansiell intermediär, allt mindre, se Pettersson, K-H., 1993 b, *Banker, behövs dom?*, SNS Förlag, Stockholm.

<sup>20</sup> Eliasson, G. et al, 1993, *Den långa vägen – den ekonomiska politikens begränsningar och möjligheter att föra Sverige ur 1990-talets kris*, IUI, Stockholm, s 31 respektive 108.

<sup>21</sup> Reynolds, P. D. et al, 2004, *GEM 2003 Global Report*, London Business School, London;

<sup>22</sup> Den institutionella svenska riskkapitalmarknaden kan exempelvis i dag (2004) i grova drag delas upp i två ungefär lika stora delar (mätt i förvaltad kapital). Dels den klassiska venture capital-delen (såddfinansiering, start up-finansiering samt finansiering av expansionsinvesteringar), dels buy out-delen, den senare i praktiken finansiering av management-buy outs och andra upp- och utköp av företag inom SME-sektorn.

<sup>23</sup> Sekundär källa. Frank Knight citatet är hämtat från Strange, S., 1986, *Casino Capitalism*, Basil Blackwell, Oxford, s 107.

<sup>24</sup> Hämtat från "Kring börs och börshus", kåseri av Helge Cohn i *Aktieåret 1982*, Aktieförbundet, s 104 ff.

<sup>25</sup> *Salvarsan* var en organisk, arsenikbaserad produkt som under flera decennier användes som läkemedel mot syfilis. Just i början av seklet var denna produkt "het" på marknaden.

<sup>26</sup> McInerney, J., 1992, *Ljuset faller*, Gedins, Stockholm

©Karl-Henrik Pettersson  
(För litteraturlista se *Det nya företagets samhälle*, SNS, 2004, s 258)

om *Det exploderande storföretaget*  
(SNS Förlag, 2004)

”Boken tar upp mycket intressanta frågor. Författaren visar att det finns tungt vägande argument för den framtidsbild han skisserar.”

Jan Glete, professor i historia,  
Stockholms Universitet

”En från praktiken erfaren person har givit sig i kast med svåra national- och företagsekonomiska problem. Resultatet har blivit en överraskande lättläst bok som jag rekommenderar även specialister inom de olika ämnena att läsa.”

Gunnar Eliasson, professor i nationalekonomi,  
Tekniska Högskolan

”...en tankeväckande och delvis provocerande bok som ifrågasätter många gängse föreställningar om ekonomins funktionssätt. Boken kommer förhoppningsvis att läsas av många och stimulera till mycken debatt.”

Elisabeth Sundin, professor i företagsekonomi,  
Arbetslivsinstitutet

”Det här är en mycket intressant och tankeväckande bok. På den jordnära nivån som är min arbetsvardag är det ibland svårt att se trender och olika utvecklingstendenser. Boken ger struktur åt komplexa samband. Därför känns boken också direkt nyttig.”

Thomas Henningson, VD ALMI Örebro

om *Det nya företagets samhälle*  
(SNS Förlag, 2004)

”Karl-Henrik Pettersson har skrivit både en analys av de nya företagen, byggd på grundlig läsning, och ett recept. Hans bok bör bli obligatorisk på departementen och vid universiteten.”

Nils Eric Sandberg, f d ledarskribent,  
Dagens Nyheter

”Det här är en stimulerande och tankeväckande bok om politikens oförmåga att möta ett nytt näringsliv. Författaren lyfter upp en absolut nödvändig diskussion.”

Lotta Gröning, politisk chefredaktör,  
Norrländska Socialdemokraten

”Politiken bedrivs fortfarande som om näringslivet består av två typer av personer – direktörer och anställda. Karl-Henrik Pettersson beskriver övertygande behovet av en ny politik som är utformad efter hur dagens och morgondagens företagande ser ut, en politik med entreprenören i centrum.”

Gunvor Engström, VD för Företagarna

”En tankeväckande analys av hur 2000-talets politik bör utformas. Boken stimulerar till debatt som förhoppningsvis också leder till förändringar i politiken.”

Leif Lindmark, professor i företagsekonomi,  
Handelshögskolan i Stockholm