

Ref

---

# ÄGANDE OCH INFLYTANDE I SVENSKT NÄRINGSLIV

---

## BILAGA 9–11

Aksjonærforholdene i toppen av norsk næringsliv

**Ur KB:s samlingar**

Digitaliserad år 2015



National Library  
of Sweden

Finlands näringsliv

**SOU** 1988:38

Tre expertrapporter från ägarutredningen

Ref

---

# ÄGANDE OCH INFLYTANDE I SVENSKT NÄRINGSLIV

---

## BILAGA 9–11

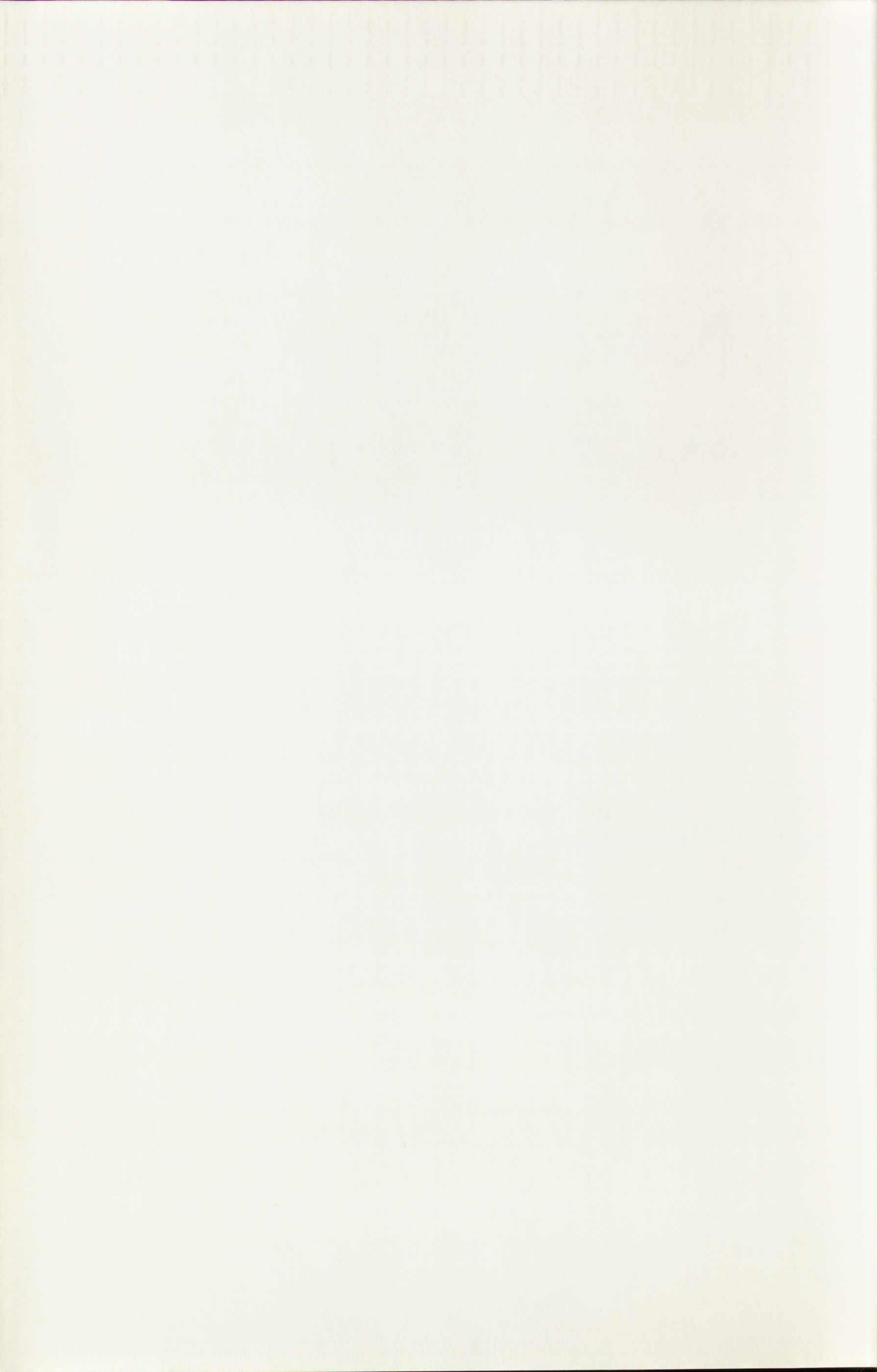
Aksjonærforholdene i toppen av norsk næringsliv

Ejerforhold indenfor Danmarks erhvervsliv

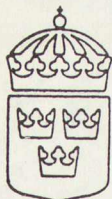
Kapitalmarknader och ägarförhållanden i  
Finlands näringsliv

**SOU** 1988:38

Tre expertrapporter från ägarutredningen



Ref



Statens offentliga utredningar  
1988:38  
Industridepartementet

# Ägande och inflytande i svenskt näringsliv

## Bilaga 9–11

Aksjonærforholdene i toppen av  
norsk næringsliv  
av *Ole Berrefjord och Svenn-Åge Dahl*

Ejerforhold indenfor Danmarks erhvervsliv  
av *Peter Brixtofte*

Kapitalmarknader och ägarförhållanden  
i Finlands näringsliv  
av *Pekka Spolander*

Tre expertrapporter från ägarutredningen

Beställningsadress:  
Allmänna Förlaget  
Kundtjänst  
106 47 STOCKHOLM  
08/739 96 30

Allmänna Förlagets bokhandel:  
Informationsbokhandeln  
Malmtorgsgatan 5, Stockholm

Beställare som är berättigade till remissexemplar eller friexemplar kan beställa sådana under adress:

Regeringskansliets förvaltningskontor  
SOU-förrådet  
103 33 Stockholm  
Tel: 08/763 23 20 Telefontid 8.10–12.00 (externt och internt)  
08/763 10 05 12.00–16.00 (endast internt)

## Ägarutredningens förord

Ägarutredningen erhöll sommaren 1985 regeringens uppdrag att kartlägga förändringar i det svenska näringslivets ägar- och inflytandestruktur, att analysera förändringarnas orsaker och diskutera deras effekter. Som underlag för detta arbete har utredningen låtit forskare och experter utanför utredningens sekretariat genomföra ett antal studier. Huvuddelen av dessa publiceras i föreliggande form. Rapporterna har presenterats för utredningen, men författarna svarar själva för innehållet.

Stockholm i oktober 1988

*Lennart Pettersson*  
ordförande

*Rolf Skog*  
sekreterare



## Innehåll

<i>Bilaga 9</i> Aksjonærforholdene i toppen av norsk næringsliv . . . .	7
<i>Bilaga 10</i> Ejerforhold indenfor Danmarks erhvervsliv . . . . .	59
<i>Bilaga 11</i> Kapitalmarknader och ägarförhållanden i Finlands näringsliv . . . . .	117

- Bilaga 9. Afsjónarbrotturinn á milli ára.
- Bilaga 10. Afsjónarbrotturinn á milli ára.
- Bilaga 11. Afsjónarbrotturinn á milli ára.

## Bilaga 9

Aksjonærforholdene i toppen av norsk  
næringsliv

av *Ole Berrefjord* och *Svenn-Åge Dahl*

Bilaga 9

Aksjonsholdene i toppen av norsk  
næringsliv  
av Ole Berntson og Svein-Åge Dahl

## Innehåll

1. Aksjonærundersøkelsen 1986 – bakgrunn, siktemål og angrepsvinkel .....	11
1.1 Bakgrunnen for undersøkelsen .....	11
1.2 Siktemålet .....	11
1.3 Angrepsvinkelen .....	12
1.4 Opplegget av rapporten .....	14
2. Aksjonærforholdene på 60- og 70-talet – resultatet fra tidligere undersøkelser .....	15
2.1 Flere studier, men ingen forskningstradisjon .....	15
2.2 Formuesfordelingskomiteen av 1963 .....	15
2.3 "Makt og eiendom" av 1972 .....	16
2.4 Maktutredningens studie av 1974 .....	17
2.5 Maktutredningens undersøkelse 1978 .....	18
2.6 Ut av 70-tallet og inn i 80-årene .....	19
3. Det norske aksjemarkedet 1985–86 – ett situasjonsbilde rundt Oslo Børs .....	21
3.1 Aksjene notert ved Oslo Børs – eiertyper .....	21
3.2 De største selskapene som er notert på Oslo Børs .....	22
3.3 De 10 største eierne i Norge – 1986 .....	24
3.4 Statens eierposter .....	26
3.5 De største oppkjøpene i 1986 .....	27
3.6 Eierstrukturen 1986 i fokus .....	29
4. Aksjonærundersøkelsen 1986 – utvalg och metode .....	31
4.1 Utvalget og hva det ble spurt om .....	31
4.2 Hovedspørsmålene .....	34
5. Personlige og institusjonelle eiere – gruppen av store eiere sett under ett .....	36
5.1 Antall "store eiere" pr. selskap .....	36
5.2 Personer og institusjonelle eiere .....	37
5.3 Hvor dominerende er de institusjonelle eierne? .....	39
5.4 Gjennomsnittlig aksjepost pr. eier .....	40
5.5 Færre eiere med mer kontroll .....	41
6. Kontroll og fåtallsdominans .....	42
6.1 En-aksjonær kontroll .....	42
6.2 Antallet eiere i foretakene .....	44
6.3 Færre aksjonærer og fåtallsdominans .....	46

7. Store investorer og krysseie .....	48
7.1 Tre typer store investorer .....	48
7.2 Porteføljeinvestoren .....	48
7.3 Strategiske investorer .....	50
7.4 Staten .....	52
7.5 Andre investorer .....	53
7.6 Krysseie mellom de store investorene .....	54
8. Aksjonærforholdene i toppen av norsk næringsliv .....	56

## Kapittel 1

### - AKSJONÆRUNTERSØKELSEN 1986 -

#### BAKGRUNN, SIKTEMÅL OG ANGREPSVINKEL

##### 1.1 Bakgrunnen for undersøkelsen

I 1978 ble det som ledd i Maktutredningen gjennomført en undersøkelse om eierforholdene i de største norske aksjeselskapene. Resultatet, som vi siden skal referere inngående, ga svar på en rekke spørsmål - om styrkefordelingen mellom personlige og institusjonelle eiere, om dominans og spredning av kontroll, om eierforbindelser mellom foretak m.v.

Intensjonen bak "Aksjonærundersøkelsen 1986" var å få ajourført denne innsikten, ved å foreta en ny empirisk studie etter det samme opplegg som i 1978.

##### 1.2 Siktemålet

I Norge, som i mange andre vestlige land, har spørsmålene om aksjemarkedets organisering og funksjonsmåte fått stor oppmerksomhet de seneste årene. Dels skyldes dette næringslivets behov for raskere omstilling, hvor tilpasninger av typen fusjoner, oppkjøp, fisjoner og nyetableringer synes å ha tiltatt. Men vi kan også trekke en forbindelse til den politiske debatten, hvor den næringsliberalistiske strømmingen og ønsket om et mindre "friksjonsfylt" aksjemarked, styrket sin posisjon tidlig på 80-tallet.

Ikke minst av disse grunner var det av særlig interesse å få svar på spørsmålet om hvilke faktiske endringer som har funnet sted på eiersiden i de største foretakene i løpet av de siste 8-10 årene. Å tilfredsstille denne interessen, ble formulert som hovedsiktemålet med "Aksjonærundersøkelsen 1986".

Da den svenske Ägarutredningen kontaktet oss sommeren 1986, lå skissen til en ny undersøkelse allerede på "tegnebrettet". Ägarutredningen ønsket å få sitt arbeid supplert med nordiske sammenlikninger, og henvendelsen ble det puff som skulle til for å iverksette undersøkelsen.

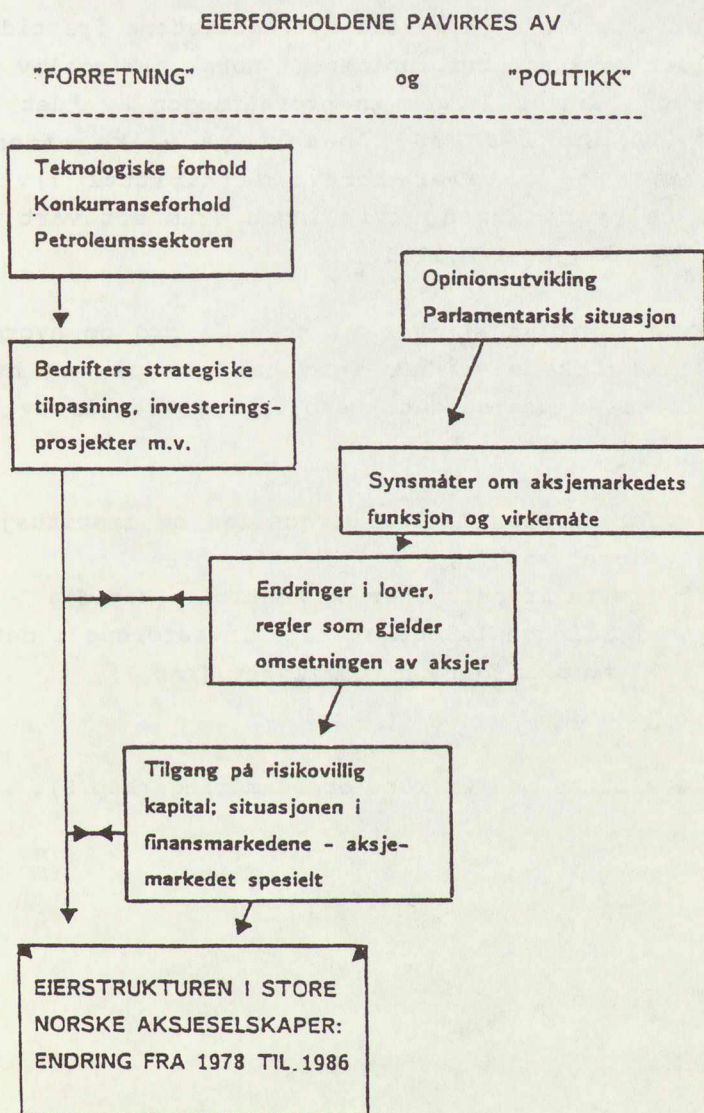
### 1.3 Angrepsvinkelen

Som antydnet er det mange faktorer som influerer på utviklingen i aksjonærforholdene. I figur 1.1 på neste side har vi gitt en framstilling av de antatt viktigste, og samtidig plassert dem under de to etikettene "forretning" og "politikk".

Figuren illustrerer et årsakskompleks, dvs. at vi må se for oss hvordan ulike faktorer spiller sammen og resulterer i en løpende endring av eierforholdene. I noen perioder vil denne omfattende prosessen lede til raske, og kanskje også dramatiske endringer. I andre perioder - f.eks. slik vi erfarte på 70-tallet - ligger aksjonærmønsteret relativt fast. Antakelsen om at vi i 1986 vil få dokumentert ganske store endringer i forhold til 1978, er da også å betrakte som en hovedtese.

Foreliggende rapport omhandler så å si utelukkende den avhengige variabelen innenfor dette årsakskomplekset. Datainnsamlingen og analysen er med andre ord begrenset til å gjelde eierstrukturen, mens beskrivelsen av årsaksfaktorene og analysen av samspillet mellom dem er holdt utenfor av flere grunner. Når vi likevel valgte å presentere denne

figuren, er det for å gi et holdepunkt for tankene om årsaker bakom endringene, og for å antyde hvordan den idemessige rammen for et mer omfattende prosjekt om aksjemarkedets organisering og virkemåte kan se ut.



Figur 1.1

Årsakskomplekset bakom  
storforetakenes eierforhold

#### 1.4 Opplegget av rapporten

Gangen i rapporten er som følger:

I kapittel 2 gis korte sammendrag av resultatene fra tidligere undersøkelser om aksjonærforholdene i norsk næringsliv på 60- og 70-tallet. Dernest følger en presentasjon av "det norske aksjemarked anno 1985-86", basert på ulike offentlige publikasjoner og omtaler forøvrig (kapittel 3). De to kapitlene belyser dermed utviklingen fram mot vårt undersøkelsestidspunkt, høsten 1986.

I det fjerde kapitlet skriver vi noen få ord om hvordan vi valgte ut foretakene vi har sett nærmere på, og hvordan datamaterialet er bearbeidet. Resultatene fremgår av kapitlene 5 til 7; h.h.v.

- fordelingen mellom personlige og institusjonelle eiere (kap.5),
- flertallsposisjoner og kontroll (kap.6),
- stillingen til de største investorene i det norske forretningsmiljøet (kap.7),

Rapporten avsluttes med en kort oppsummering (kap.8).

## Kapittel 2

## AKSJONÆRFORHOLDENE PÅ 60- OG 70-TALLET

## - RESULTATER FRA TIDLIGERE UNDERSØKELSER -

## 2.1 Flere studier, men ingen forskningstradisjon

Det har vært gjennomført flere studier om aksjonærforholdene i norsk næringsliv de siste 15-20 årene. Resultatene vi skal se nærmere på stammer fra disse fire:

- Formuesfordelingskomiteens studie av 1963 (FFK-63),
- Dag Tangens undersøkelse "Makt og eiendom" av 1972 (M&E-72),
- Maktutredningens studie av 1974 (MU-74), og
- Maktutredningens undersøkelse av 1978 (MU-78).

Sett under sier studiene oss en hel del om hovedtrekkene på aksjonærsiden i norsk næringsliv. Studiene kan imidlertid ikke sies å felle seg inn i en tradisjon. De er, med et lite unntak for Maktutredningens oppfølging av Formuesfordelingskomiteen, først og fremst å anse som enkeltstående studier. Det er derfor relativt vanskelig å trekke klare konklusjoner om utviklingsforløpet over tid.

## 2.2 Formuesfordelingskomiteen av 1963

Denne undersøkelsen fra 1963 var den første større studien om aksjonærforhold som ble foretatt i Norge. Den ble utført gjennom et samarbeid mellom Formuesfordelingskomiteen og Statistisk Sentralbyrå, og omfattet eierforholdene i børs-

noterte selskaper og ikke-børsnoterte selskaper med minst 200 sysselsatte.

Det kan selvsagt diskuteres hva som skal regnes for stor eller liten konsentrasjon på eiersiden. Komiteen konkluderte for sin del med at eierforholdene var sterkt konsentrert,

"således hadde de 20 største aksjonærer aksjemajoritet i 162 av de 221, eller neste 75 prosent av de børsnoterte og i over 95 prosent (203 av 209) av de ikke-børsnoterte."

Forholdet mellom aksjekapitalens størrelse og eiermønsteret var videre at jo større aksjekapital i et selskap, desto flere aksjonærer måtte det til for å få samlet 50 prosent eller mer av selskapets eiermasse. Dessuten fant man at de såkalt juridiske personene, dvs. hva vi har valgt å kalle institusjonelle eiere, sto sterkere enn de personlige eierne (fysiske personer i FFK-63's terminologi).

### 2.3 "Makt og eiendom" av 1972

Dag Tangens hovedspørsmål gjaldt hvem som styrer norsk industri. Med bakgrunn i data fra 1972 analyserer han eiendomsforholdene i de største norske foretakene og i kredittinstitusjonene.

Resultatet av hans analyser sier oss for det første at det langt fra er nødvendig å disponere så mye som 51% av aksjekapitalen for å ha kontrollen i et norsk storselskap. For det andre fant han at eierinteressene i stor utstrekning er organisert slik at de ikke fremtrer som personlige.

For det tredje, og det førte til høylydte protester fra næringslivet den gangen, hevdet han at det var en del institusjoner og personer som hadde omfattende eiermakt. Kontrollen var med andre ord samlet på få hender, og den baserte seg på såvel direkte som indirekte eierposter.

Personene som sto sentralt i dette mønsteret var en liten gruppe skipsredere, finansfolk og rike familier - hvorav de sistnevnte for det meste hadde arvet både sin kapital og sine plasser i selskapenes styrende organer.

Av slike personlige og institusjonelle eiermakt-havere nevnte han spesielt rederne Nils Astrup, Johan Horn, Fred Olsen og forretningsmann Johan Andresen; og Rederforbundet, forsikringsselskapene Storebrand og Vesta samt Den Norske Creditbank.

#### 2.4 Maktutredningens studie av 1974

En av de første mer omfattende rapporter fra Maktutredningen gjaldt konsentrasjon og markedsrett i norsk produksjonsliv (NOU 1978:33). Rapporten kan betraktes som en oppfølging av en del av de undersøkelsene som Formuesfordelingskomiteen foretok om markedsrett.

Hovedkonklusjonen var at man kunne spore en tiltakende konsentrasjon av eierkontroll innenfor de ulike bransjer og næringer. Foretaksveksten, som er en av årsakene bak dette, gikk først og fremst i horisontal retning; ekspansjonen foregikk innenfor et og samme produksjons-/produktområde. Men her var også vertikale og hva vi kan omtale som diagonale elementer - ved at foretak som er engasjert i flere bransjer og/eller hver sine bransjer slår seg sammen.

Forskerne slo dessuten fast at etterkrigsårenes konsentrasjonsprosess har styrket de aller største foretakene, og de mente at denne utviklingen trolig ville fortsette. Den viktigste styringsmessige konsekvens av dette er at den administrative kontrollen innenfor markedene tiltar. Forekomst av mange, relativt jevnbyrdige foretak i et marked regnes vanligvis for å representerer små muligheter for administrativ kontroll, sammenliknet med en situasjon med få og store foretak.

Utviklingen som forskerne observerte - hvor innslaget av fåtallsdominans og monopoler var økende - styrket samtidig sjansene for produsentkontroll: Flere og flere av transaksjonene i markedene gjennomføres innenfor foretakenes egne organisasjonsgrenser og administrative domener. Markedsstyringen mellom foretak erstattes med andre ord av foretakenes egne administrative ordninger og hierarkiske kontroll (Berrefjord og Hernes, 1975).

## 2.5 Maktutredningens undersøkelse av 1978

Denne undersøkelsen baserte seg på innsamlet materiale om eierforholdene pr. 1978 i så å si alle de største norske aksjeselskapene - i alt rundt 300 foretak fra tilsammen 12 hovedbransjer.

Resultatene fra denne undersøkelsen bekrefter og utdyper funnene fra Formuesfordelingskomiteens studie og fra Maktutredningens første analyse som gjaldt forholdene i 1974. Eierkonsentrasjonen er åpenbar i flertallet av foretak. Unntakene finner vi først og fremst blant forretningsbankene.

De institusjonelle eierne dominerer blant eierne som omfattes av datainnsamlingen, dvs. eiere med en aksjepost på 0.5% eller mer i vedkommende selskap. Innslaget personlige eiere var størst innenfor gruppen av mellomstore industriforetak, mens personeierskapene var svakt representert blant de største enkeltpostene i gruppen av kredittinstitusjoner.

I kredittsektoren og i toppen av industrien hadde foretakene ofte eierinteresser i hverandre. Dette forholdet er en viktig kilde til koordinering og dannelselse av koalisjoner mellom institusjonelle eiere. Eksempelvis er det bare tre foretak blant gruppen av de 21 største som ikke direkte eller indirekte har eierforbindelse til noen av de øvrige 20. Typisk nok er alle tre handelsforetak.

(FK-63) og (MU-74) hadde måttet basere seg på anonymisert statistisk materiale. Undersøkelsen i 1978 ga forskerne anledning til å slutte konklusjoner med basis i identifiserbare aktørforhold. Dette bestyrket konklusjonene fra de tidligere studiene om at det for det første er institusjoner og dermed administrative enheter som dominerer eiersiden i de fleste storforetakene. For det andre er det dessuten slik at de institusjonelle eierne har relativt store poster i de aller største selskapene hvor kapitalen sett under ett er spredt. Dermed gir "prosentvis lite" likevel etter måten stor sjanse for å øve innflytelse - alene eller i samspill med andre institusjonelle eiere.

Det er flere årsakstyper bak dette eiermønsteret. I noen foretak finner vi ett stort utenlandsk eierforetak; det norske er således et datterforetak innenfor et multinasjonalt konsern, f.eks. et handelsledd for et industriselskap. I andre foretak finner vi åpenbare spor av person- og familieposter som er omdannet til institusjonelle (juridiske) eiere.

Andre poster har bakgrunn i et mer pekuniært plasseringsmotiv. Særlig synes dette å gjelde for aksjepostene i finansinstitusjonene og disse institusjonenes eierskap i andre selskaper. Kontrollmotivet hefter for sin del ved vertikale plasseringer (jfr. vareinnsats-produksjons-distribusjons-og-salgskjeden), og det skjer i praksis gjennom knoppskyting av selskapsenheter, oppkjøp av foretak, eller liknende konsernvis og dermed administrative utvidelser. Norsk Hydro, som det mest ekspansive norske selskap på 70-tallet når vi ser bort fra Statoil, hadde f.eks. i 1979 rundt 63 datterbedrifter i inn- og utland.

## 2.6 Ut av 70-tallet og inn i 80-årene

Sammenfatter vi disse fire undersøkelsene gikk norsk næringsliv inn i 80-årene med et topplag preget av stor eierkonsentrasjon, relativt stabile eiermønstre (med unntak for rederne

hvorav flere hadde sluppet taket som følge av finansielle problemer på 70-tallet), og med institusjonelle eiere i det "administrative førerretet". Så kom 80-årene, med politisk nyliberalisme og økende børsaktivitet - også i Norge.

## Kapittel 3

## DET NORSKE AKSJEMARKEDET 1985-86

## - ET SITUASJONSBILDE RUNDT OSLO BØRS -

## 3.1 Aksjene notert ved Oslo Børs - eiertyper

Tabell 3.1 viser hvordan den samlede aksjemassen som er notert ved Oslo Børs fordelte seg på ulike typer av eiere ved utløpet av h.h.v. 1984 og 1985. Som vi ser disponerte industri-, shipping- og investeringsselskaper 34,8% av total markedsverdi ved utløpet av 1985 (Kreditkassen, 1986). I løpet av 1985 hadde denne gruppen økt sin relative betydning kraftig, først og fremst på bekostning av privatpersoner, utenlandske investorer og forsikringsselskaper.

Tabell 3.1. Disse typene aksjeeiere holdt investeringer som representerte følgende andel av den totale markedsverdien ved Oslo Børs (Liste I og II) pr. 31. desember 1984 og 1985.

	1984		1985	
	Poster NOK	%	Poster NOK	%
Aksjefond	1.139	2.2	1.718	2.3
Banker	2.579	4.9	3.589	4.7
Forsikringsselskaper og pensjonskasser	4.738	9.0	5.726	7.5
Andre finansinstitusjoner	275	0.5	459	0.6
Privatpersoner	14.165	26.9	17.172	22.5
Industri 1)	15.645	29.7	29.301	38.4
Staten	4.526	8.6	6.770	8.9
Utenlandske investorer	9.570	18.2	11.524	15.1
Sum	52.638	100.0%	76.300	100.0%

1) Denne kategorien inkluderer industri, organisasjoner, shipping og investeringsselskaper.

Kilde: Kreditkassen, 1986

De utenlandske investorene er likevel fortsatt en stor gruppe, med sine 15,1% av samlet markedsverdi. Reduksjonen i løpet av 1985 skyldes bl.a. at forvalterne av de store porteføljene innenfor finansmiljøene i London, Frankfurt, Zurich og New York mistet noe av interessen for norske aksjer.

Bankene har en relativt svak posisjon, sammenliknet med tilsvarende oppgaver fra f.eks. Sverige, Vest-Tyskland og USA. Bankene eier ikke mer enn knappe 5 øre av hver kapitaliserte krone på Oslo Børs. Grunnen til dette er antakelig reglene om bankenes adgang til å eie forretningsforetak i andre bransjer, hvor det er satt øvre tak på hvor stor andel en bank kan disponere.

De store forsikringsselskapene synes, tross nedgangen fra 1984 til 1985, å øke sine eierengasjementer i næringslivet. Pensjonsfondene har for sin del en ganske beskjeden plass, ikke minst dersom man sammenlikner med forholdene i USA. Her er det de private pensjonsfondene som dominerer, og anslag tyder på at de disponerer så meget som halvparten av foretakenes eierkapital.

Aksjefondene, som er en ganske ny eiertype, har ikke blitt den suksess som mange antok. En rekke observatører så for seg at disse fondene skulle lede til en interesse for sparing gjennom aksjekjøp i større stil enn hva de 2.3% av samlet markedsverdi kan tyde på.

### 3.2 De største selskapene som er notert på Oslo Børs

Pr. 1. januar 1987 var det 22 aksjeselskaper notert på Oslo Børs som hadde en samlet kursverdi for sine aksjer som oversteg en milliard kroner. Ved inngangen til 1986 lå antallet på 19. De 22 selskapene er:

Tabell 3.2. Oversikt over selskapene med en kursverdi på over en milliard kroner på Oslo Børs.

Selskap	Kursverdi mill.kr
1 Norsk Hydro	12324
2 Norsk Data	5871
3 Den norske Creditbank	2830
4 Kreditkassen	2611
5 Orkla-Borregaard	2438
6 Hafslund	2373
7 Bergesen d.y.	2358
8 Kosmos	1904
9 Kværner	1841
10 Bergen Bank	1801
11 Storebrand	1789
12 Akers Mek.	1681
13 Kloster Cruise	1631
14 Norske Skog	1543
15 Elektrisk Bureau	1489
16 Saga Petroleum	1451
17 Nora	1438
18 Norcem	1424
19 Elkem	1065
20 STK	1050
21 Nidar	1040
22 Vesta	1011

Kilde: Dagens Næringsliv 26.01.87

Det er de store, veletablerte selskapene som dominerer listen - med Norsk Data som "yngstemann" i klassen. Selskapene som kom inn i "milliardklubben" i 1986 var Bergesen d.y., Kloster Cruise, Norske Skog, Elektrisk Bureau, Nora og Nidar. Ut falt Actinor og Dyno. Actinor er strøket etter å ha blitt overtatt av Hafslund, mens Dyno falt ut som følge av kurssvikt. De to rederiene Bergesen d.y. og Kloster Cruise kom inn fordi de ble tatt opp til notering i løpet av året, mens Norske Skog nådde opp på grunn av kursstigning.

På toppen av listen har bildet vært stabilt i flere år, med Norsk Hydro, Norsk Data og Den Norske Creditbank som "de tre

tunge børsselskapene". Tilsammen utgjør de 22 rundt regnet 60% av samlet kursverdi for selskaper notert på Oslo Børs.

### 3.3 De 10 største eierne i Norge - 1986

Det finnes 10 selskaper/persongrupper i norsk næringsliv som besitter aksjeposter i andre selskaper til en samlet markedsverdi på mer enn en milliard kroner (Klassekampen, 1986). Oppstillingen nedenfor er basert på opplysninger pr. årsskiftet 1985/86, h.h.v. i form av markedsverdien for børsnoterte aksjer og selskapenes egne verdianslag for aksjer de har i ikke-børsnoterte selskaper. Datterselskaper er ikke tatt med i oppstillingen, heller ikke aksjer de har i utenlandske selskaper.

For flere bedrifter er det derimot tatt med store kontrollerende poster i andre selskaper som er ervervet i løpet av de forutgående to årene. I flere av tilfellene har selskapene trukket oppkjøpspostene inn i sine konsernregnskaper. Det gjelder bl.a. Investas post i EB, Hafslunds i Actinor og Orklas posisjon i Borregaard.

Tabell 3.3 De 10 største eierne av aksjeposter i andre selskaper. Pr. 31.12.1985. Milliarder kroner.

1. Den Norske Stat - 6.421
2. Vesta/Investa - 2.135 (bl.a. 60% i EB)
3. Mikalsen/Glastad - 1.984
4. Hafslund - 1.915 (bl.a. 89.9% i Actinor)
5. Norsk Hydro - 1.893 (bl.a. 50.5% i Dyno)
6. Orkla - 1.621 (bl.a. 46% i Borregaard)
7. Brøvig - 1.283
8. Norcem - 1.237 (bl.a. 54.8% i Aker)
9. Kredittkassen - 1.150
10. DnC - 1.067

Tilsammen disponerer disse 10 eiergruppene aksjer til en markedsverdi på rundt 20 milliarder kroner (31.12.85). For sammenlikningens skyld kan nevnes, med referanse til tabell 3.1, at den totale markedsverdien pr. desember 1985 for aksjer notert på Oslo Børs var 76 milliarder kroner.

Ser vi på forholdene bakom disse eierposisjonene, finner vi at det har skjedd store endringer de siste årene. Borregaard er kjøpt av Orkla; Norsk Hydro har ervervet seg majoritet i Dyno; Elektrisk Bureau (EB) og Elektro Union har kommet innenfor Investas "paraply"; Elkem søker seg kontroll med Kværner og har i den anledning fått hånd om 27% av aksjene; Norcem har kjøpt flertallsposisjon i Aker, og Actinor er overtatt av Hafslund. Dels har disse kjøpene kommet i stand uten nevneverdige problemer, dels har de - som f.eks. for tilfellet Elkem og Kværner - utløst bitter strid.

Listen over de 10 vitner om sterk konsentrasjon av verdier. Det er dessuten nære forbindelser innenfor gruppen av de 10 som forsterker dette inntrykket. Det gjelder den såkalte Farsundgruppen, hvor rederne Terje Mikalsen og Tharald Brøvig er solid posisjonert både i Norsk Data og i Hafslund.

Går vi utenom de 10 stor-eierne, finner vi en rekke forsikringsselskaper med relativt store aksjeporteføljer: Storebrandgruppen, UNI Forsikring og Gjensidige. Videre har vi selskaper som Bergen Bank, Bergesen, Platou Investement og Kosmos. Sistnevnte har sitt utspring i Jahre-familien (skipsredere), mens Platou Investment ledes av Eivind Astrup, som medlem av den innflytelsesrike Astrupfamilien - som også har utspring i shipping.

I de tre meget aktive børsårene 1983-84-85 var det også enkelte enkeltinvestorer som fikk hånd om store aksjeverdier. De mest kjente navn er: Atle Brynestad, Niels A.B. Bugge, Sjur Svaboe, Blystad-brødrene, Olav Thon Gruppen, Bik Bok gründerne, Ragnvald Gabrielsen, Bjørn Q. Aaserød og flere. Grunnlaget for deres vekst var i mange tilfeller at de gikk

tidlig inn i selskaper med lav aksjeverdi i forhold til substansverdi. Utviklingen i eiendomsmarkedet står sentralt i denne sammenheng.

### 3.4 Statens eierposter

Uansett hvordan man regner blir Den Norske Stat den største aktøren i norsk næringsliv. Omsetningen til de fem største statlige selskapene - når etater som Televerket og Postverket holdes utenfor - var i 1985 på 219 milliarder kroner, mot 39 milliarder for de fem største private norske selskapene.

I oppstillingen over eierposter er bare tatt med selskaper hvor staten ikke er totalt dominerende (100%) og børsnoterte selskaper. Av de 6.421 milliardene knytter derfor mer enn 6 milliarder seg til statens eierpost i Norsk Hydro. Men staten har også en rekke monopolselskaper - f.eks. Vinmonopolet - som dels bidrar til å sette rammebetingelser for øvrig næringsliv, dels selger i konkurranse med private selskaper. Dessuten er staten eneste eier i Statoil som i 1985 var Norges største foretak målt etter omsetning (51 milliarder kroner).

Blant de øvrige store 100% statseide selskapene er disse verdt å nevne: Norsk Olje, Årdal og Sunndal Verk (Norsk Hydro og Staten), Kongsberg Våpenfabrikk og Raufoss Ammunisjonsfabrikker. Staten eier også en del mindre industriforetak som DNN Industrier, Fosdalens Bergverks-aktieselskap, Sulitjelma Bergverk, AS Olivin, Store Norske Spitsbergen Kullkompani og Norsk Koksverk. I tillegg har staten majoritetsposisjon i Aktieselskapet Sydvaranger og Nord-Offshore.

De siste årene har staten imidlertid solgt unna eierposter i Elektro Union, Anker Batterier, Norion og Osramfabrikken. Årdal og Sunndal Verk er fusjonert med aluminiumsdivisjonen i Norsk Hydro, til et nytt selvstendig selskap der staten har 30% av aksjene, Hydro har de resterende 70%. Her har Norsk

Hydro opsjon på å kunne øke sin andel til 90%.

Staten har imidlertid ikke forsøkt å samordne sin disponering av disse omfattende eierinteressene, f.eks. i form av et holdingselskap eller liknende. Eierpostene sorterer dessuten under forskjellige departementer. Stort sett er det gitt brede fullmakter til selskapenes styrer.

### 3.5 De største oppkjøpene i 1986

Antallet store transaksjoner i aksjemarkedet har økt de siste årene. Grovt sett var hvert annet børsnoterte selskap involvert enten som kjøper og/eller oppkjøpsobjekt i løpet av 1986. Dette kommer i tillegg til den omfattende fusjons- og fisjonsaktiviteten de siste årene. Det synes også å være mer vanlig enn før at selskapene selger større eller mindre deler av sine aktiva, og det er intet som tyder på at disse formene for omstilling og restrukturering på produksjonssiden skal avta i intensitet.

Tidsskriftet Økonomisk Rapport har sett nærmere på denne situasjonen, og man fant at drøye 50 børselskaper opplevde eierskifte i 1986 der mer enn 10 prosent av aksjekapitalen ble omsatt. Flere opplevde at store aksjeposter skiftet eier flere ganger. I tillegg var ca. 20 ikke-børsnoterte selskaper gjenstand for større oppkjøp foretatt av et børsnotert selskap. Det er i overveiende grad de børsnoterte foretakene som kjøper opp ikke-børsnoterte.

Registrerte flagginger av større transaksjoner til Oslo Børs viser for sin del at ca. 30 børsnoterte og rundt 20 ikke-børsnoterte selskaper eller grupperinger opptrådte som spesielt aktive kjøpere. Oversikten nedenfor over de største transaksjonene - med fusjoner holdt utenfor - viser at Elektrisk Bureau og Elkem var de største aksjekjøperne på Oslo Børs i 1986. Begge har kjøpt aksjeposter for ca. 750 millioner kroner. Elektrisk Bureau kjøpte Elektro Union, mens

Elkem har spredt sine kjøp på Bjølvfossen, Odda Metall og Kværner Industrier. Før Orkla og Borregaard fusjonerte, hadde Orkla kjøpt Borregaard-aksjer for ca. 660 millioner kroner.

I oversikten er bare tatt med norske kjøpere. Det største utenlandske oppkjøpet på Oslo Børs i fjor var Schlumbergers kjøp av halvparten av aksjene i GECO. Dette kostet Schlumberger 580 millioner kroner.

Tabell 3.4. Oversikt over de største oppkjøpene på Oslo Børs i 1986.

Kjøper	Kjøpt	Kjøpesum mill.kr.
1 Elektrisk Bureau	Elektro Union	750
2 Orkla	Borregaard 46%	660
3 Elkem	Kværner 28%	580
4 Kosmos	Aker-Norcem 20%	525
5 Aker-Norcem	Kosmos 20%	450
6 Made In	Chr. Glasmagasin	350 (1)
7 Ole K. Karlsen	Realia 51%	300 (2)
8 Aktivum	Bik Bok 38%	280 (3)
9 Nimbus	Investa 40%	240
10 Elkem	Bjølvfossen 52%	
	Orkla Metall	175

1) Made In kjøpte i 1986 de gjenstående ca. 69% av Chr. Glasmagasin. 350 mill. kr. er anslag for hele kjøpesummen av 100%.

2) Ole K. Karlsen Gruppen kjøpte sent i 1986 27% av aksjene i Realia. Det brakte gruppens eierandel opp i 51%. 300 mill. kr. er et anslag for anskaffelseskost for hele denne posten.

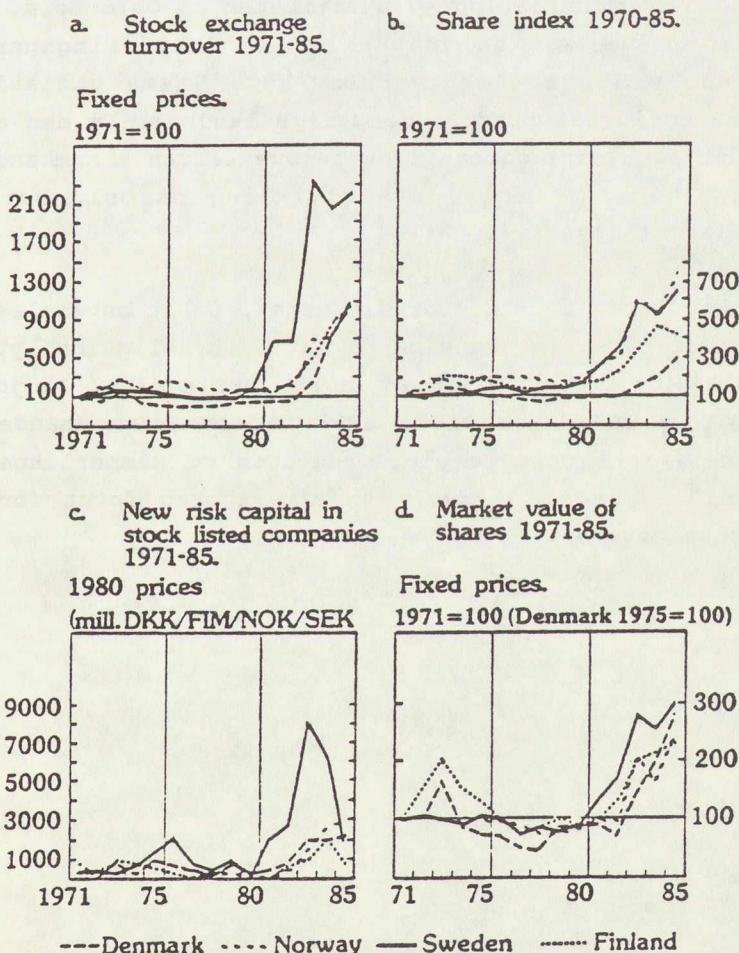
3) Aktivum kjøpte 1.2 mill. aksjer i Bik Bok for ca. 260 mill. kr. Dette ga Aktivum totalt 38% av aksjene i Bik Bok. Senere har Aktivum solgt ut stemmerettsløse B-aksjer som har halvert deres engasjement i selskapet.

Kilde: Økonomisk Rapport 2/87

### 3.6 Eierstrukturen 1986 i fokus

Utviklingen i det norske aksjemarkedet har mange fellestrekk med hva som har skjedd på andre lands aksjemarkeder de seneste årene. Som vi ser av figur 3.1, er det f.eks. stort sammenfall i utviklingen på de nordiske aksjemarkedene - det gjelder for såvel 70-tallet hvor aktiviteten var lav og stabil, som for 80-årene hvor aktiviteten tok seg kraftig opp målt etter aksjemarketsetning.

Figur 3.1 The Nordic stock exchanges 1971-85

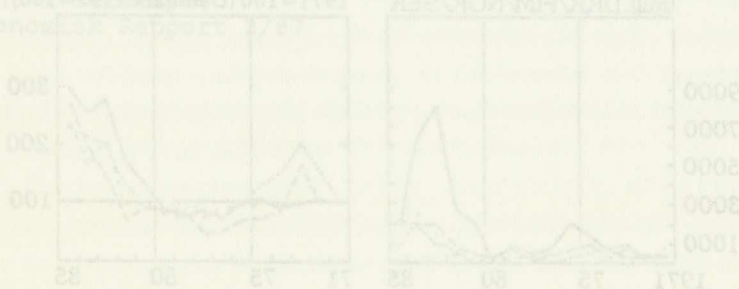


Fra 1983 til 1985 er det berettiget å tale om en aksjeboom, hvor kjennetegnene stort sett er de samme for alle de nordiske landene. For det første registrerte man en betydelig økning i annenhåndsomsetningen av aksjer. For det andre fikk man en sterk stigning i markedsverdien på aksjene.

For det tredje ble det introdusert en rekke nye foretak på børsene, mange riktignok i forbindelse med etableringen av Børs 2. Og for det fjerde klarte de børsnoterte selskapene å øke innhenting av ny risikovillig kapital.

I 1986 fikk vi en utflating av aktiviteten på Oslo Børs. Dels kan dette tolkes som en "naturlig" konsolideringsperiode etter årene med sterk aktivitetsvekst. Samme utflatings-tendens er også registrert i de øvrige landene. På den annen side er det også nærliggende å sette svekkelsen i samband med fallet i oljepris. Den videre utvikling på Oslo Børs er derfor relativt åpen.

Hva vi likevel kan si med stor sikkerhet, er at bevegelsene i aksjemarkedet de siste årene må ha hatt betydelig innflytelse på eierstrukturen i toppen av norsk næringsliv. Aksjonærundersøkelsen 1986, som vi nå skal referere fra, hadde som hovedoppgave å kartlegge eierstrukturen og sammenlikne den med forholdene i 1978 - dvs. med situasjonen forut for den økte børsaktiviteten.



## Kapittel 4

## AKSJONÆRUNTERSØKELSEN 1986

## - UTVALG OG METODE -

## 4.1 Utvalget og hva det ble spurt om

Undersøkelsen er avgrenset til kun å omfatte aksjeselskaper, og det er de største foretakene i ulike hovedbransjer som inngår. Siktemålet var således å få kartlagt eierforholdene blant alle de største foretakene i norsk næringsliv.

Vi har holdt oljeselskaper som Statoil, Phillips Petroleum Company Norway, Elf Aquitaine Norge, Total Marine Norsk og Norsk Agip, dvs. selskaper som ikke har distribusjonssystemer i Norge, utenfor. Bedrifter innenfor landbrukssektoren er ikke tatt med, da de ikke er organisert som aksjeselskaper.

Undersøkelsen som ble gjort i 1978 fulgte samme opplegget. Den gangen startet man med et utvalg på 323 aksjeselskaper fordelt på 12 hovedbransjer. Av disse var det 30 foretak som ikke besvarte forespørselen, det vil si et bortfall på mindre enn 10 prosent. Bortfallet var ikke systematisk.

Kartleggingen i 1986 tok utgangspunkt i 335 aksjeselskaper fordelt på de samme 12 hovedbransjene som i 1978. 73 av selskapene var pr. 1986 notert på Oslo Børs, og vi fikk svar fra 59 av disse. Ialt var det 85 spørreskjemaer som enten ikke ble besvart eller de var ufullstendig utfylt. Dermed nådde vi opp i en effektiv svarprosent på 74.6%. Heller ikke for denne undersøkelsen kan bortfallet sies å være systematisk. Tabell 4.1 viser hvordan svarprosenten ble for de ulike hovedbransjenes vedkommende.

Den lavere svarprosenten i 1986 skyldes sannsynligvis tre forhold. For det første fant vi det ikke riktig å purre selskapene mer enn en gang, mot to ganger i samband med gjennomføringen av Maktutredningen. For det andre hadde Maktutredningen stor oppmerksomhet i en rekke organer og høy publisitet om sitt arbeid. Dette kan ha ført til at det var noe lettere å oppnå svar. For det tredje vet vi at det for noen selskapers vedkommende var omkalfatringer på eiersiden nettopp på den tid vi innhentet opplysninger, og at selskapene av den grunn ikke var ajour med protokollføringen.

Likevel anser vi svarprosenten i 1986 for å være meget tilfredsstillende; den ga oss kjennskap til eierforholdene i 3/4 av foretakene innenfor den totale mengden av "største aksjeselskaper i norsk næringsliv".

Tabell 4.1. Svarprosent totalt og fordelt på bransje. Inkluderer alle som har returnert spørreskjema, selv om dette ikke var utfylt eller ufullstendig utfylt.

	1978			1986		
	Utsendt	Svart	Svar%	Utsendt	Svart	Svar%
1 Industri	182	169	92.9%	189	163	86.2%
2 Varehandel	48	45	93.8%	47	40	85.1%
3 Forretningsbanker	13	13	100.0%	12	10	83.3%
4 Finansieringssel.	7	7	100.0%	10	10	100.0%
5 Kredittforeninger	2	2	100.0%	2	2	100.0%
6 Livsforsikring	5	5	100.0%	4	4	100.0%
7 Skadeforsikring	8	7	87.5%	11	10	90.9%
8 Konsulentfirmaer	8	8	100.0%	13	10	76.9%
9 Reklamebyråer	14	14	100.0%	13	8	61.5%
10 Hotell og rest.	10	9	90.0%	12	7	58.3%
11 Reisebyråer	5	5	100.0%	4	4	100.0%
12 Skipsfart	19	16	84.2%	18	10	55.6%
Sum	321	300	93.5%	335	278	82.9%

Spørreskjemaet som ble sendt ut i 1986 var identisk med 78-skjemaet (Vedlegg 1). Det inneholdt fem spørsmål: 1) Total aksjekapital i selskapet, 2) Total stemmeberettiget aksjekapital, 3) Hver aksjes pålydende verdi, 4) Antall aksjonærer i selskapet i henhold til foreliggende aksjebok - med stemmerett og uten stemmerett, og 5) hvilke aksjonærer som har mer enn 0.5% av stemmeberettiget aksjekapital. Det viser seg at selskapene stort sett oppgir alle med 0.5% eller mer, og vi har basert våre beregninger på dette.

Med en slik nedre grense på 0.5% er det naturlig å spørre seg hvor mye vi fanger opp av samlet aksjemasse. Her hadde vi 1978-studien å basere oss på, og som det fremgår av tabell 4.2, som er hentet fra Maktutredningens rapport (NOU 1982:3, s.143), er det bare for rederiene, i skadeforsikring og blant forretningsbankene vi på denne måten får innsyn i mindre enn 70% av samlet aksjemasse.

Tabell 4.2 Andel av samlet aksjemasse som fanges opp gjennom poster større enn 0,5% av de respektive foretakenes aksjekapital:

		N
1) Reklamebyråer .....	99,8%	14
2) Varehandel .....	98,9%	41
3) Reisebyråer .....	98,3%	5
4) Kredittforeninger .....	95,7%	2
5) Hotell/restaurant .....	92,4%	9
6) Livsforsikring .....	91,0%	5
7) Konsulentfirmaer .....	87,8%	8
8) Finansieringsselskaper .....	85,0%	7
9) Industri, bygg, anlegg .....	74,1%	164
10) Skipsrederier .....	67,7%	19
11) Skadeforsikring .....	34,4%	6
12) Forretningsbanker .....	20,2%	13

293

Kilde: Maktutredningens aksjonærundersøkelse.

Det er i utgangspunktet flere analyseopplegg som kan nyttes for den nærmere studie av det innsamlede materialet. Ut fra materialets karakter mener vi enkle teknikker som frekvensfordelinger og krysstabeller er tilstrekkelige for formålet.

Vi vil referere resultatet fra studien med basis i de tolv hovedbransjene som fremgår av tabell 4.1. Undersøkelsen i 1986 hadde også med en ny hovedbransje, ventureselskapene. Da det ikke er grunnlag for sammenlikning mot materiale fra 1978 for dennes vedkommende, vil resultatet herfra bli rapportert særskilt på et senere tidspunkt.

Som man vil se i det følgende varierer antall svar (N) noe fra tabell til tabell. Dette skyldes at et lite mindretall av spørreskjemaene bare var delvis utfylt.

#### 4.2 Hovedspørsmålene

Ut fra hva vi vet fra tidligere undersøkelser (jfr. kap.2) og ut fra kjennskapet til de siste årenes aksjeomsetning (jfr. kap.3), skal analysen gi svar på disse spørsmålene:

- Er det slik at "stor-eiere", dvs. aksjonærer med 0.5% eller mer av et selskaps aksjekapital, nå kontrollerer mer av samlet aksjekapital i foretakene enn de gjorde i 1978? Eller har de siste års børsboom styrket småaksjonærenes posisjon?

- Er styrkeforholdet mellom personlige eiere og institusjonelle eiere det samme som i 1978? Har de personlige eierne vunnet fram, eller har det skjedd en styrking av de institusjonelle eierne?

- Har konsentrasjonen på eiersiden i selskapene økt, eller er fåtallsdominansen man kunne påvise på 60- og 70-tallet svekket?

- Hvordan er eierforbindelsene mellom de store foretakene? Eier de hverandre, og stort sett fordi de driver ordinære porteføljeinvesteringer? Eller er eierskap i stor utstrekning ledd i åpenbare kontrollframstøt?

Svarene på disse spørsmålene dreier seg primært om vår avhengige variabel, omtalt i kapittel 1 som "Eierstrukturen i store norske aksjeselskaper: Endring fra 1978 til 1986". Men de gir også viktige antydninger om aksjemarkedets organisering og funksjonsmåte. Da tenker vi både på markedets karakter av å skulle tilføre forretningslivet, og ikke minst de nye bedrifter og prosjekter, risikovillig kapital. Og vi har styringsforholdene og maktspørsmålet i tankene.

## Kapittel 5

## PERSONLIGE OG INSTITUSJONELLE EIERE

## - GRUPPEN AV STORE EIERE SETT UNDER ETT -

## 5.1 Antall "store eiere" pr. selskap

Med "store eiere" menes aksjonærer som sitter med 0.5% eller mer av den samlede aksjekapitalen i et selskap. I 1978 var det i gjennomsnitt 11.2 slike eiere pr. selskap, mens tallet for 1986 var redusert til 8.2 eiere. Dette innebærer et reduksjon på rundt 25%.

Som vi ser av tabell 5.1 er dette et gjennomgående trekk i materialet. Bare for forretningsbankene økte tallet, fra 17,9 til 20,3. I konsulentbransjen er det ingen endring å rapportere, mens det for alle øvrige hovedbransjer kan registreres

Tabell 5.1. Gjennomsnittlig antall eiere med 0.5% eller mer av aksjekapitalen fordelt på bransje i 1978 og 1986.

	1978	1986
1 Industri	12.6	9.0
2 Varehandel	5.5	4.3
3 Forretningsbanker	17.9	20.3
4 Finansieringsselskaper	15.0	4.7
5 Kredittforeninger	22.5	17.5
6 Livsforsikring	8.0	4.5
7 Skadeforsikring	17.2	4.9
8 Konsulentfirmaer	10.5	10.6
9 Reklamebyråer	3.1	1.9
10 Hotell og restaurant	10.6	4.4
11 Reisebyråer	7.6	2.7
12 Skipsfart	11.7	10.6
Gjennomsnitt	11.2	8.2

N=294 i 1978, N=249 i 1986

nedgang - størst for finansieringsselskapene, skadeforsikring og hotell- og restaurantbransjen.

Det er flest store eiere i forretningsbankene, kredittforeningene, skipsrederiene og i konsulentbransjen. Også blant industriselskapene ligger tallet høyere enn samlet gjennomsnitt - og det er særlig de børsnoterte selskapene som drar tallet opp.

Børsboomen til tross, er det nærliggende å tro at denne reduksjonen i antallet store eiere betyr at de nå gjennomgående sitter på større enkeltposter enn i 1978. Dette holder stikk; i 1978 var den gjennomsnittlige aksjeposten for en stor eier 8,0%, i dag er den på 12%. Så mens reduksjonen i antallet eiere pr. selskap var på ca.25%, har økningen i gjennomsnittlig aksjepost vært på 50%.

## 5.2 Personer og institusjonelle eiere

Hvordan har så styrkeforholdet mellom personlige og institusjonelle eiere utviklet seg?

Vår undersøkelse fra 1986 viser at det har skjedd en markert forskyvning mellom de to eiertypene. I 1978 var 47.6% av de store eierne personer, i 1986 lå tallet på 35,7%. Med andre ord: For 8 år siden var nær halvparten av eierne med 0.5% eller mer av et stort selskaps aksjekapital personer, i dag utgjør de kun en tredjedel. Rent numerisk er således de personlige eierne kommet i et klart mindretall.

Tabell 5.2 viser oss likevel at det er nyanser i dette bildet. Det er relativt flere personer enn i 1978 hos forretningsbankene, i finansieringsselskapene og blant hotell

Tabell 5.2. Fordeling på personlige og institusjonelle eiere i 1978 og 1986 fordelt på bransje og totalt. Prosent.

	1978		1986	
	Pers.	Institu.	Pers.	Institu.
1 Industri	57.8	42.2	38.1	62.0
2 Varehandel	52.0	48.0	47.5	52.5
3 Forretningsbanker	4.3	95.7	10.5	89.5
4 Finansieringssel.	3.8	96.2	16.7	83.3
5 Kredittforeninger	0.0	100.0	0.0	100.0
6 Livsforsikring	25.0	75.0	11.1	88.9
7 Skadeforsikring	11.7	88.3	0.0	100.0
8 Konsulentfirmaer	71.4	28.6	68.9	31.1
9 Reklamebyråer	72.1	27.9	69.2	30.8
10 Hotell og rest.	31.6	68.4	38.7	61.3
11 Reisebyrå	23.7	76.3	0.0	100.0
12 Skipsfart	44.1	55.9	21.2	78.8
Sum	47.6	52.4	35.7	64.3

N=294 i 1978, N=249 i 1986

og restaurant. Generelt synes å gjelde at bransjer som driver personlig tjenesteyting har flest personlige eiere. For skadeforsikring ser vi på den annen side at det ikke er store personlige eiere tilbake.

Utviklingen i den institusjonelle retningen er særlig markert for industri og skipsfart. Nå er 62% av eierne i industri institusjonelle, mot 42,2% for 8 år siden; i skipsfart har det vært en økning fra 55,9% til 78,6%. Årsakene til denne utviklingen er flere. Innenfor shipping har bankene kommet sterkere inn på eiersiden, dels som følge av redernes finansielle problemer. For flere av industriselskapene er det tale om kapitalutvidelser som har gjort det vanskeligere for personer å nå opp i 0,5%.

## 5.3 Hvor dominerende er de institusjonelle eierne?

Tabell 5.3 utdyper kontrollfordelingen mellom de personlige og institusjonelle eierne. Våre to undersøkelser bekrefter da at det har skjedd en forskyvning av eierkontroll i de institusjonelle eiernes favør. Mens de i gjennomsnitt kontrollerte 63,3% av aksjekapitalen i et stort aksjeselskap i 1978, har de nå hånd om gjennomsnittlig 74,7%.

Av tallene fremgår det dessuten at økningen både har skjedd på bekostning av de private store eierne og småeierne. De private store eierne har redusert sin betydning fra 25,3% til 17,9%, mens småeierne har tapt 4%.

Tabell 5.3. Gjennomsnittlig størrelse på hvor stor del av aksjekapitalen personlige og institusjonelle eiere med 0.5% eller mer kontrollerer samlet i hvert foretak i 1978 og 1986. Prosent.

	1978		1986	
	Pers.	Institu.	Pers.	Institu.
1 Industri	29.9	58.9	16.2	75.2
2 Varehandel	19.3	79.5	22.8	76.1
3 Forretningsbanker	0.6	30.9	5.0	45.1
4 Finansieringssels.	1.7	92.2	1.9	94.9
5 Kredittforeninger	0.0	94.2	0.0	96.0
6 Livsforsikring	2.4	89.2	0.5	98.7
7 Skadeforsikring	1.9	59.6	0.0	88.9
8 Konsulentfirmaer	28.3	70.3	24.5	71.3
9 Reklamebyråer	35.3	64.7	66.0	34.0
10 Hotell og rest.	27.8	68.2	41.0	55.8
11 Reisebyrå	50.0	48.9	0.0	99.3
12 Skipsfart	30.0	59.5	10.4	80.9
Sum alle bransjer	25.3	63.3	17.9	74.7

N=288 (1978), N=246 (1986)

Det er store variasjoner mellom bransjene. For forretningsbankene ser vi at våre store eiere kun favner om vel halvparten av aksjemassen i gjennomsnitt, mens de for alle øvrige bransjer har tett oppunder eller over 90% tilsammen. Videre er det bare i reklamebransjen at de personlige eierne har mer enn halvparten av eierkapitalen. I hotell- og restaurant som følger deretter har de 41%.

Variasjonen over tid er også bemerkelsesverdig for noen bransjers vedkommende. Særlig gjelder det for skipsfart, industri, skadeforsikring og reisebyråer hvor de institusjonelle eierne har styrket seg kraftig. For hotell og restaurant og i reklamebransjen har derimot den personlige kontrollen blitt sterkere - og det følgelig i en periode hvor de institusjonelle eierne så helt åpenbart har styrket sin posisjon på eiersiden i toppen av norsk næringsliv.

#### 5.4 Gjennomsnittlig aksjepost pr. eier

Vi nevnte tidligere at den gjennomsnittlige aksjepost for de store eierne var på 12%. Av tabell 5.4 fremgår det at det her har skjedd en økning både for de personlige og de institusjonelle eierne - fra h.h.v. 4,7 til 6,3%, og fra 10,7 til 14,6%. Den relative forskyvningen er noe større for de institusjonelle eierne enn for de personlige - men ikke så mye større som man kunne anta.

Tabell 5.4. Gjennomsnittlig størrelse på aksjepostene pr. aktør med 0.5% eller mer av aksjeporteføljen hos personlige og institusjonelle eiere i 1978 og 1986. Prosent.

	1978	1986
Personlige eiere	4.7	6.3
Institusjonelle eiere	10.7	14.6
N (antall eiere)	3241	1961

### 5.5 Færre eiere med mer kontroll

Konklusjonen, når vi ser vårt materiale under ett, er således at det de siste årene har blitt færre store eiere i toppen av norsk næringsliv. Til gjengjeld har de større kontroll enn for få år tilbake.

De personlige eierne har svekket sin posisjon vis a vis de institusjonelle eierne. På den annen side har de store personlige eierne gjennomgående større eierposter i dag enn for 8 år siden.

## Kapittel 6

## KONTROLL OG FÅTALLSDOMINANS

## 6.1 En-aksjonær kontroll

Aksjeselskapsformen tjener flere formål. For det første har den som hensikt å avskjære det økonomiske ansvaret som knytter seg til forretningsdrift. Hver aksjonær står kun ansvarlig for den kapitalen han har satt inn i selskapet. For det andre er selskapsformen et instrument for å tilføre forretningslivet, dvs. foretakene, risikovillig kapital. Ved å henvende seg til et bredt publikum, utvides antallet potensielle kapitalkilder.

Disse hensiktene til tross, er det mange aksjeselskaper som i realiteten har kun en eier, eller hvor det er en eier som sitter på 50% eller mer av aksjekapitalen. Flere slike foretak har tidligere vært personlig eid, og omdannelsen til aksjeselskapsform ble gjerne begrunnet med skattemessige forhold. I andre tilfeller er foretaket opprettet som et heleid datterselskap innenfor en foretaksgruppe (konsern), eller det er kjøpt opp av et konsern og omstrukturert på eiersiden.

En teori vil derfor være at en-aksjonær tilfellene har blitt flere de seneste årene, som følge av de mange fusjons- og fisjonsoperasjonene på produksjonssiden. Motsatsen er teorien om økt spredning og færre en-eiere, som kan settes i samband med den økte aksjeomsetningen.

Tabell 6.1 viser oss at det er teorien om flere en-aksjonærer som kan vise til empirisk belegg. I 1978 hadde en aksjonær

over halvparten av aksjene i 42,6% av selskapene som ble omfattet av undersøkelsen. I 15,5% var det tale om 100% kontroll; i 27,2% om 51-99% av aksjekapitalen. Endringen fra 1978 til 1986 er betydelig. Nå er nær 60% av selskapene kontrollert av en aksjonær, og det er i sin helhet gruppen av 100% kontroll som står for økningen:

- Nå er nær en tredjedel av foretaksutvalget kontrollert fullt ut av en eneste aksjonær.

- Og i over halvparten av selskapene har vi i praksis enten å gjøre med et frittstående ene-eid aksjelskap eller et datterselskap innenfor en større gruppe.

Tabell 6.1. Andel av selskapene fordelt på bransje hvor en aksjonær kontrollerer 51-99% og 100% av aksjekapitalen. Prosent.

	1978		1986	
	51-99%	100%	51-99%	100%
1 Industri	28.0	13.7	26.2	30.9
2 Varehandel	27.9	27.9	27.0	37.8
3 Forretningsbanker	0.0	0.0	0.0	0.0
4 Finansieringsselskaper	14.3	28.6	11.1	55.6
5 Kredittforeninger	0.0	0.0	0.0	0.0
6 Livsforsikring	20.0	0.0	50.0	25.0
7 Skadeforsikring	16.7	0.0	14.3	42.9
8 Konsulentfirmaer	12.5	12.5	30.0	20.0
9 Reklamebyråer	69.2	23.1	42.9	57.1
10 Hotell og restaurant	33.3	11.1	25.0	25.0
11 Reisebyråer	20.0	0.0	33.3	66.7
12 Skipsfart	26.3	0.0	37.5	0.0
<b>Totalt</b>	<b>27.2</b>	<b>15.5</b>	<b>26.1</b>	<b>32.1</b>

N=291 i 1978, N=249 i 1986

Reklamebransjen hadde relativt flest selskaper som ble kontrollert av en aksjonær i 1978. Færrest hadde forretningsbankene og kredittforeningene, der ingen aksjonærer hadde mer enn 50% av aksjene.

Vridningen mot ene-kontroll har vært størst i reisebyråbransjen, men også for reklamebyråene, finansieringsselskapene og i skadeforsikring har utviklingen gått markert i denne retningen. Likedan er det for den største gruppen i undersøkelsen vår - industrien. I 1978 var 41,7% av industriforetakene kontrollert av en eier, i 1986 var man kommet opp i 57,1%.

## 6.2 Antallet eiere i foretakene

For tilfellene hvor det ikke dreier seg om 100% ene-kontroll, står vi overfor mange mulige eier-konstellasjoner. En eier kan være dominerende innenfor en konstellasjon hvor alle de andre eierne har små poster. Vi har situasjoner hvor det er få jevnstore eiere, mange jevnstore, osv.

Et mål for denne eierfordelingen er å se nærmere på antallet eiere i hvert foretak som faller innenfor vårt kriterium om å ha 0.5% eller mer av aksjekapitalen. Har utviklingen mot mer ene-kontrollert gått sammen med en utvikling med relativt flere tilfeller hvor foretak har mange slike eiere. I såfall kan vi se for oss en todeling, hvor de store aksjeselskapene i norsk næringsliv enten er ene-kontrollert eller de er "mange-kontroller" - og hvor det er mellomtilfellene med relativt få eiere som reduseres. Eller er det mer snakk om en tendensiell forskyvning, fra mange-eiere til et fåtall og enekontroll?

I tabellene nedenfor, som refererer seg til h.h.v. 1978 og 1986, har vi fordelt foretakene på fire eierkonstellasjoner: ene-eie, 7 eller flere eiere og to mellomkategorier.

Tabell 6.2 og 6.3. Relativ fordeling av eiere fordelt på bransje i 1978 og 1986. Prosent.

1978

	Antall eiere				N
	1	2-3	4-6	7-	
1 Industri	22.1	16.0	12.9	49.1	163
2 Varehandel	41.9	16.3	18.6	23.3	43
3 Forretningsbanker	0.0	0.0	0.0	100.0	13
4 Finansieringssel.	28.6	14.3	0.0	57.1	7
5 Kredittforeninger	0.0	0.0	0.0	100.0	2
6 Livsforsikring	0.0	20.0	20.0	60.0	5
7 Skadeforsikring	0.0	16.7	16.7	66.7	6
8 Konsulentfirma	12.5	37.5	0.0	50.0	8
9 Reklamebyrå	35.7	35.7	14.3	14.3	14
10 Hotell og rest.	11.1	33.3	0.0	55.6	9
11 Reisebyrå	0.0	20.0	40.0	40.0	5
12 Skipsfart	0.0	10.5	15.8	73.7	19
Sum	21.3	17.3	12.9	48.6	294

1986

	Antall eiere				N
	1	2-3	4-6	7-	
1 Industri	36.5	12.2	8.8	42.6	148
2 Varehandel	41.7	25.0	13.9	19.4	36
3 Forretningsbanker	0.0	0.0	0.0	100.0	8
4 Finansieringssel.	55.6	22.2	11.1	11.1	9
5 Kredittforeninger	0.0	0.0	0.0	100.0	2
6 Livsforsikring	50.0	0.0	25.0	25.0	4
7 Skadeforsikring	57.1	14.3	0.0	28.6	7
8 Konsulentfirmaer	20.0	40.0	0.0	40.0	10
9 Reklamebyrå	57.1	28.6	14.3	0.0	7
10 Hotell og rest.	57.1	14.3	14.3	14.3	7
11 Reisebyrå	66.7	0.0	33.3	0.0	3
12 Skipsfart	0.0	25.0	12.5	62.5	8
Sum	37.0	15.7	9.6	37.8	249

Endringene i løpet av de åtte årene har vært store. Av totaltallene fremgår at det i 1978 var en eier med 0,5% eller mer av kapitalen (og da fortrinnsvis en meget stor eier) i 21,3% av selskapene, mens det var økt til 37% i 1986 - det vil si nær en fordobling av andelen foretak.

For de to mellomkategoriene er denne endringen mer beskjeden. I 1978 utgjorde de tilsammen 30,2% av foretaken, i dag er det 2 til 6 eiere i rundt en fjerdedel.

Det betyr at det er først og fremst fra gruppen med 7 eller flere eiere at avgangen har skjedd. 48,6% av foretakene falt innenfor denne konstellasjonen i 1978, mot 37,8% i 1986.

Bakom disse endringene ligger antakelig en forskyvningsprosess, hvor gruppene avgir fra hverandre i "nedadstigende" retning - dvs. at "7 eller flere" avgir til "4-6", som avgir til "2-3", på en måte som gjør at stadig mer havner i konstellasjonen med en stor eier.

Det er imidlertid viktige forskjeller mellom bransjene. For forretningsbankene, kredittforeningene og i skipsfarten har det verken i 1978 eller 1986 forekommet selskaper med bare en stor eier. Alle de 8 forretningsbankene hadde f.eks. 7 eller flere eiere. I 1986 var det på den annen side i halvparten av bransjene over 50% av selskapene som kun hadde en eier. Fra tabellene ser vi også at for flere bransjers vedkommende er det ingen foretak med 2-3 eller 4-6 eiere.

### 6.3 Færre aksjonærer og fåtallsdominans

Konklusjonen blir således at det pågår en konsentrasjonsprosess på eiersiden i toppen av norsk næringsliv. Fåtallsdominansen man kunne spore i de tidligere undersøkelsen har forsterket seg ytterligere de siste årene, og det er nærliggende å sette dette i samband med fusjons- og fisjonsoperasjoner - hvor kjøp og salg av store eierposter er et vesentlig instrument.

For tallenes tale er klar. Mens 61,5% av selskapene hadde fire eller flere store eiere i 1978, er det nå under halvparten som kan vise til et slikt "mangfold" i aksjonærprotokollen sin (tab. 6.4).

Tabell 6.4. Relativ fordeling av eiere i 1978 og 1986. Prosent.

	Antall eiere		Sum	N
	1-3	4-		
1978	38.6	61.5	100.0	294
1986	52.7	47.4	100.0	249

Utviklingen på eiersiden i de enkelte foretakene er også reflektert på aksjonærsiden, når vi ser vårt materiale under ett. I alt har vi opplysninger om 2040 eierposter blant utvalget på 249 foretak. I 1978 var 9,8% av disse postene på 20% eller mer av vedkommende foretaks aksjekapital. Den gangen var det symptomatisk nok 3288 eierposter i utvalget (294 foretak). I 1986 var 12,9% av postene på 20% eller mer. Dette betyr at det må være relativt mange "små store eiere" som dermed matcher de mange foretakstilfellene med fåtallsdominans på eiersiden.

Todelingen vi var inne på tidligere, om at enten domineres foretak av en aksjonær eller så er de eid av relativt mange, kan dermed ha en del for seg. For dersom det er slik at de helt største selskapene, som er mange-eid, eier nedover i foretaksmassen, ser vi konturene av en slik todeling. Dette kommer vi tilbake til i sluttkapitlet.

## Kapittel 7

### STORE INVESTORER OG KRYSSEIE

#### 7.1 Tre typer store investorer

Fra kapittel 3 har vi belegg for å skille mellom tre typer store investorer: 1)porteføljeinvestorene, 2)strategiske investorer og 3)staten.

Av disse tre stiller staten i en gruppe for seg, og det er først og fremst skillet mellom de to første og kombinasjonene som de kan gi opphav til, som er av interesse i forlengelsen av våre funn om tiltakende eierkonsentrasjon. En tese er at konsentrasjonsprosessen samtidig er en spesialiseringsprosess, hvor noen store investorer får mer og mer karakter av å være av den ene typen, andre av den andre. Funnene som viste at fåtallsdominansen øker, kan f.eks. tyde på at det er de strategiske posisjonene som rendyrkes i større grad enn før. Samtidig vet vi imidlertid at det er krevende for en stor investor å utøve strategisk kontroll gjennom eierskap, og at mange store investorer følgelig vil velge å profilere seg som porteføljeinvestor.

Fra vårt datamateriale om 1978 og 1986 har vi valgt å illustrere dette saksforholdet ved å referere endringen i aksjeporteføljen for noen få utvalgte foretak. Disse er hentet fra en gruppe på ialt 22 store investorer som materialet identifiserte.

#### 7.2 Porteføljeinvestoren

De typiske porteføljeinvestorene er banker og forsikringsselskaper. Det er karakteristisk for dem at de sitter med

relativt små poster i en lang rekke selskaper (jfr. tidligere nevnte begrensning for bankers eierandel i eksterne forretningsområder), når vi ser bort fra deres kontroll med finansieringsselskaper og tilsvarende som faller innenfor deres primære forretningsområde.

Denne typen investorer har siden 1978 utvidet antallet selskaper de er inne i. Eksempelet vi har valgt gjelder Den norske Creditbanks aksjeposisjoner innenfor våre to utvalg fra 1978 og 1986. Porteføljeutviklingen for Norges største forretningsbank er svært typisk for hva slags posisjoner de store bankene og forsikringsselskapene sitter med.

Tabell 7.1. Oversikt over Den norske Creditbanks aksjeportefølje i vårt materiale i 1978 og 1986.

Den norske Creditbank			
1978		1986	
Selskap	Andel	Selskap	Andel
Moelven	0.6%	Moelven	2.8%
Orkla Industrier	33.9%	Orkla-Borregaard	12.0%
Sandnes Uldvare	0.7%	Sandnes Uldvare	0.8%
Eksportfinans	22.5%	Eksportfinans	24.2%
Næringskreditt	7.3%	Næringskreditt	8.7%
Factoring	14.4%	Factoring Finans	100.0%
EPA	4.5%	Jonas Øglænd	3.0%
Andresens Bank	1.5%	Hafslund	1.6%
Forretningsbanken	7.0%	Block Watne	5.6%
Fiskernes Bank	0.5%	Securus Industrier	13.8%
Nordlandsbanken	5.3%	Nora	1.8%
Elcon Leasing	4.0%	Internasjonal FA	1.1%
Norgas	5.3%	Kværner Industrier	9.3%
Porsgrund Porselæns	1.9%	Norcem	13.8%
Hotel Caledonien	13.0%	Norsk Teknisk Pors.	5.1%
		Gyldendal	1.9%
		Follum Fabrikker	5.0%
		Saga Petroleum	1.3%
		Bergen Bank	0.9%
		Simrad Optronics	3.8%
		Tandberg Data	2.4%
		Kloster Cruise	1.2%
		Nordlandsbanken	6.9%
		Dyno Industrier	0.5%
		Karbøs Mek. Verk.	9.5%

### 7.3 Strategiske investorer

Innenfor denne typen kan vi sondre mellom investeringsselskapene og industriforetakene. Blant begge er aksjeporteføljene nå preget av at de har forholdsvis få, men store poster i de øvrige foretakene i utvalget. For eksempel har Investa overtatt aksjemajoriteten i Elektrisk Bureau og Elektro Union; bedrifter som i norsk sammenheng er svært store - med en samlet omsetning på 4.3 milliarder kroner og 7800 ansatte.

Investeringsselskapene spiller i dag en større rolle i norsk forretningsliv enn tidligere. Da var aksjeporteføljene deres preget av at de satt med mindre poster, mens de i dag har åpenbare kontrollposisjoner i en rekke av de store norske selskapene. Eksemplet nedenfor gjelder Investas portefølje.

Tabell 7.2 Oversikt over Investas aksjeportefølje i vårt materiale i 1978 og 1986.

Investa			
1978		1986	
Selskap	Andel	Selskap	Andel
Elektrisk Bureau	2.0%	Elektrisk Bureau	59.4%
Norcem	11.5%	Kværner	2.7%
Hunsfoss Fabrikker	2.6%	Elektro Union	100.0%
Saugbruksforeningen	0.7%	Høie Arne	79.5%
E.C. Dahls	1.1%	Gyldendal	2.1%
Kløver-Sundt	26.1%	Dyno	0.6%
Hygea	19.3%		
Vesta	11.2%		
Polaris-Norske Sjø	4.4%		

Tendensen for de store industriselskapers posisjonering er den samme som for investeringsselskapene. Man har slanket porteføljen hva antallet poster angår, og konsentrert seg om færre selskaper. Orkla-Borregaard, som er blant de største aksjeeierne i Norge, illustrerer denne vridningen. Orkla ervervet kontrollposisjon i Borregaard, og etter en tid ble

disse to selskapene slått sammen til ett. Sammenslutningen ble til et konglomerat med forretningsengasjementer innenfor et bredt spektrum - så som avisdrift, tyngre industriprodukter, cellulose og produksjon av bildekk, vaskemidler m.v. Samlet omsetning er på 8.8 milliarder kroner; antallet ansatte er på rundt 11000.

Tabell 7.3. Oversikt over Orkla-Borregaards aksjeportefølje i 1978\* og 1986.

Orkla-Borregaard

1978		1986	
Selskap	Andel	Selskap	Andel
Norsk Hydro	1.8%	Norsk Hydro	0.5%
Dyno	3.9%	Dyno	1.8%
Hafslund	3.2%	Hafslund	12.7%
Emil Moestue	100.0%	Emil Moestue	100.0%
Saga Petroleum	4.4%	Saga Petroleum	2.6%
Kreditkassen	2.0%	Kreditkassen	0.7%
Kosmos	7.7%	Kosmos	3.0%
Storebrand	4.0%	Storebrand Norden	4.7%
Elkem	7.9%	Viking-Askim	95.0%
Kværner	1.1%	Follum Fabrikker	1.7%
Saugbruksforeningen	1.9%	Nora Industrier	6.9%
Sydvaranger	1.9%	Gyldendal	0.7%
Norgas	7.3%	Denofa Lilleborg	99.8%
Norlett	1.9%		
Andresens Bank	1.7%		
Investa	1.7%		
Vesta	0.9%		
Securus Industrier	9.8%		
Norcem	0.9%		
EPA	21.9%		
DnC	1.0%		
Nordheim	0.9%		

\*. Aksjeporteføljen for 1978 gjelder for selskapene Orkla og Borregaard som nå er fusjonert til ett selskap - Orkla-Borregaard.

## 7.4 Staten

Våre tredje kategori storinvestor - staten - kan ikke betraktes som en ordinær forretningsøkonomisk investor. Staten driver i svært liten grad med hva vi kan kalle aktivt kjøp og salg av aksjeposter. De siste årene har imidlertid staten, som ledd i den borgerlige regjeringens næringspolitiske profil, hatt som policy å avhende aksjeposisjoner i næringslivet. Her har man møtt på to begrensninger. Noen selskaper er rett og slett vanskelig å finne kjøpere til; i andre tilfeller er det politisk vanskelig å iverksette policyen.

Blant poster som er solgt finner vi de statlige aksjene i Elektro Union, Anker Batterier, Norion og Osramfabrikken. Dessuten er den statlige posten blitt redusert i Norsk Olje og for Årdal og Sunndal Verks (ÅSV) vedkommende.

Resultatet så langt er at pr. 1986 sitter staten med aksjer i to typer bedrifter. Det er for det første bedrifter som er av vital betydning for utøvelsen av viktige politiske målsettinger, som for tilfellene Statoil og Norsk Hydro. For det andre er det bedrifter som er lite attraktive som oppkjøpsobjekter, eksempelvis Norsk Jernverk og Sydvaranger. På eiersiden i selskapene som omfattes av aksjonærundersøkelsen 1986, er staten inne som følger:

Tabell 7.4. Oversikt over Den norske Stats aksjeportefølje i vårt materiale i 1978 og 1986.

Staten			
1978		1986	
Selskap	Andel	Selskap	Andel
Norsk Hydro	51.0%	Norsk Hydro	51.0%
ÅSV	75.0%	ÅSV	30.0%
Norsk Jernverk	100.0%	Norsk Jernverk	80.0%
Raufoss Ammunisjon.	100.0%	Raufoss Ammunisjon.	100.0%
Kongsberg Våpenf.	100.0%	Kongsberg Våpenf.	100.0%
Norsk Koksverk	100.0%	Norsk Koksverk	100.0%
Vaksdal Mølle	100.0%	Vaksdal Mølle	100.0%
Finotro	93.7%	Finotro	100.0%
Norsk Olje	71.0%	Norsk Olje	26.4%
Store Norske Spits.	98.9%	Store Norske Spits.	99.9%
Sydvaranger	51.0%	Stavanger Staal	40.0%
Høyer-Ellefsen	100.0%		
Horten Verft	100.0%		
DNN Aluminium	100.0%		
Norion	36.7%		
Tofta Cellulose	26.0%		
Osram	25.0%		
Vadsø Sildoljef.	16.5%		
Kosmos	13.5%		
Nordheim	3.0%		

## 7.5 Andre investorer

Det finnes i tillegg til nevnte en rekke andre investortyper i det norske aksjemarkedet: Private investorer, utenlandske interessenter og aksjefonds. Deres rolle er samlet sett relativt beskjeden, men det finnes en del sentrale enkeltaktører også blant disse.

Av private investorer med store poster må nevnes Tharald Brøvig (jfr. kap.3) som har 8.2% i Norsk Data (pr.1986) og 6,6% i Hafslund - som er blant de aller største selskapene som omsettes på Oslo Børs. Fra materialet vet vi også at jo mindre et foretak er, jo mer sannsynlig er det at privatpersoner, har relativt store poster.

Utenlandske selskaper eier store poster i en del foretak, blant annet i industribedrifter og salgsselskaper. De sistnevnte er gjerne eid 90-100% utenfra, dvs. at den norske enheten inngår som datterselskap i et internasjonalt konsern. IBMs norske avdeling som er 100% eid av IBM World Trade EMEA Corp. er et typisk eksempel. For industriselskapenes del er de utenlandske postene ofte mindre, som for Standard Telefon og Kabelfabrikk (STK) som eies 60% av International Electric Corp. eller Norsk Elektrisk og Brown Boveri (NEBB) hvor Brown Boveri & Cie har 52,5% av aksjene. De norske enhetene betraktes også her som datterforetak av de utenlandske partene.

Aksjefondene finner vi igjen i en hel rekke foretak innenfor utvalget vårt. Men i tråd med sine hensikter og profil, hvor risikospredning er et sentralt element, er disse postene relativt små.

Sett under ett eier de ansatte svært lite av aksjene i toppen av norsk næringsliv. Det mest iøynefallende unntak gjelder Norsk Data, hvor de ansatte kontrollerer tilsammen 8% av aksjene. Dette er mye, men det er ikke her tale om "én post", men om mange enkeltpersoner som tilsammen innehar 8%. Det er

ellers verdt å merke seg at i konsulentbransjen finner vi også foretak hvor de ansatte er sterkt inne på eiersiden; Asbjørn Habberstad, Ingeniør F.Grøner og i Norwegian Petroleum Consultants (NPC). Det er nærliggende å se disse postene som ledd i selskapenes opplegg for å motivere staben.

### 7.6 Krysseie mellom de store investorene

Vi nevnte at vi kunne trekke ut 22 store investorer fra vårt materiale. Det er investorer med mange og dels dominerende aksjeposter "nedover" i forretningsrekkene. Dette fremgår av oversiktstabellen under, som viser hvor mange foretak innenfor utvalgene våre hver av de 22 investorene er inne i, h.h.v. i 1978 og 1986.

Tabell 7.5. Oversikt over hvor mange selskaper de 22 viktigste investorene har aksjeposter på 0.5% eller mer i vårt materiale i 1978 og 1986.

	1978	1986
1 Staten	21	11
2 DnC	15	26
3 Kreditkassen*	32	29
4 Bergen Bank	18	23
5 Vesta	22	19
6 Investa	10	6
7 UNI Forsikring	32	26
8 Gjensidige	26	15
9 Storebrand-Norden	45	31
10 Kosmos	2	8
11 Orkla-Borregaard	22	13
12 Norcem	3	4
13 Hafslund	2	6
14 Dyno	2	4
15 Norsk Hydro/Industrieforsikring	9	12
16 Norsk Hydro Pensjonskasse	4	13
17 Nimbus	-	12
18 Bergesen d.y	5	4
19 Elkem	13	7
20 Brøvig/Norsund/Mosvolds Rederi	1	3
21 Nora	0	4
22 Platou Investment	5	8
Sum	289	284

\* Inkludert Andresens Banks engasjementer, dvs. 17 av 32 i 1978. Tallene for 1978 for UNI Forsikring innbefatter Norges Brannkasse og Norske Folk, for Storebrand og Norden også Idun, og for Orkla-Borregaard begge selskapene.

Vi ser her at det er banker og forsikringsselskaper - dvs. våre porteføljeinvestorer - som er inne i flest selskaper. For alle gjelder dessuten, når vi ser bort fra Bergen Bank og DnC, at de er inne i færre av "våre" selskaper i 1986 enn i 1978. Dette kan ha samband med at flere av selskapene fra 1978 nå er borte som følge av fusjoner og oppkjøp; antallet investeringsobjekter i toppen av næringslivet blir med andre ord færre. Til gjengjeld er objektene større, med resultat at man tendensielt må øke innsatsen for å oppnå store andeler.

Et spørsmål som melder seg er om forbindelsene "nedover i rekkene" er supplert av tilsvarende koplinger mellom disse 22. Fra Maktutredningen vet vi at det er mange kryssforbindelser mellom de store selskapene, og det er nærliggende å tro at dette også gjelder for sambandet mellom de 22 store investorene.

Datamaterialet bekrefter imidlertid ikke denne antakelsen. Blant de 22 finner vi kun 5 selskaper som har eierinteresser i hverandre, og det er for alle tilfelle snakk om små poster på 7% eller mindre. I fire av disse fem finner vi Orkla-Borregaard, h.h.v. mot Kredittkassen, Storebrand-Norden, Kosmos og Dyno. I tillegg kommer Nimbus mot Norcem.

Alternativet til tesen om sammensying mellom de store investorene, er at de hver for seg samler egne grupperinger under sin hatt. I den generelle konsentrasjonsprosessen som er påvist finner vi følgelig også en segmenteringsprosess. Tilløpene de siste årene til rivalisering og bitter strid mellom eiergrupper innenfor norsk næringsliv kan ha sin bakgrunn i denne to-delte dynamikken.

De største foretakene har eierforbindelser til hverandre, men det er relativt lite krysseie mellom de aller

## Kapittel 8

## AKSJONÆRFORHOLDENE I TOPPEN AV

## NORSK NÆRINGSLIV

## En kort sammenfatning

Som referert i kapittel 4 skulle aksjonærundersøkelsen 1986 gi oss svar på fire hovedspørsmål (jfr. s.24-25). Summerer vi funnene som er beskrevet i kapitlene 5, 6 og 7, kan vi konkludere som følger:

- De store eierne, dvs. eiere med poster på 0,5% eller mer av et selskaps aksjekapital, har økt sin innflytelse i toppen av norsk næringsliv de siste 8 årene. Børsboomen har ikke styrket småaksjonærenes stilling i de største norske foretakene.

- Styrkeforholdet mellom personlige og institusjonelle eier har i betydelig grad utviklet seg i de sistnevntes favør.

- Fåtallsdominansen i selskapene, som ble påvist gjennom studiene fra h.h.v. 1963, 1974 og 1978, har blitt enda mer markert i løpet av de siste årene. Svært mange store foretak har bare en eller noen få aksjonærer som behersker eierkontrollen.

- De største foretakene har eierforbindelser til hverandre, men det er relativt lite krysseie mellom de aller

største investorene. Investorene synes enten å ha rene porteføljemessige motiver for sine eierskap, eller de posisjonerer seg for å få kontroll (strategiske investorer).

Implikasjonen av disse funnene er at vi kan spore en todeling i foretaksmassen. På den ene siden har vi et relativt lite antall store foretak, med ganske mange eiere og med ganske mange eierskap innover i norsk næringsliv. På den annen side har vi en stor gruppe foretak som er eid og kontrollert av en eller noen få, fortrinnsvis institusjonelle eiere.

Konsentrasjonsprosessen synes, med basis i denne todelingen, å gå parallelt med en segmenteringsprosess. Det blir flere foretak som kommer innenfor en større eier-konstellasjon, samtidig som man får klarere konturer av slike frittstående konstellasjoner. I dette spenningsfeltet, hvor det er åpenbart at vi fortsatt vil kunne observere samspill om fusjoner, oppkjøp m.v. såvel som konflikter, er forholdet mellom porteføljeinvestorene og de strategiske investorene av sentral interesse. De førstnevnte vil søke å spre sin risiko og er avhengig av å ha en relativt bred foretaksmasse å spre seg på (alternativt investere i utenlandske aksjer). De sistnevnte vil forfølge sin interesse om å samle aksjeposter. Taktiske allianser, f.eks. i samband med fusjoner, vedtektsendringer og andre saker som fremlegges for selskapenes generalforsamlinger, vil naturlig oppstå i dette relativt oversiktelige aktørsettet.

Det følger også av funnene at direktørene har styrket sine posisjoner i norsk næringsliv, og at det er utstrakt administrativ kontroll i markedet. Når det gjelder forholdet mellom foretak, har de forhandlingsøkonomiske trekkene som ble påvist av Maktutredningen, blitt styrket gjennom 80-årene.

Som en empirisk oppsummering av disse hovedtrekkene, har vi valgt å vise noen tall for endringene fra 1978 til 1986 i gruppen av "identiske industriforetak" - dvs. foretak som er

de samme på begge tidspunkter og som vi har entydig sammenliknbare opplysninger om (109 stykker):

Blant disse er det nå færre personlige store eiere; i 1978 utgjorde de 58%, i 1986 35,9%. Gjennomgående er det færre eiere i foretakene nå enn den gang; bare i 22,9% var det flere store eiere i 1986 enn i 78. Likevel samles det mer eiermakt på de stores hender; kun i 18,3% av industriforetakene vi her snakker om samlet de mer i 1978 enn i 86.

Tabell 8.1 er derfor langt på vei sammenfattende for de endringer vi har kunnet observere så langt i 80-årene, når det gjelder aksjonærforholdene i toppen av norsk næringsliv.

Tabell 8.1 Gjennomsnittstall for identiske industriforetak - (N = 109)

	1978	1986
Gjennomsnittlig størrelse på aksjepost pr. eier (P+I)	6.9%	9.7%
Gjennomsnittlig størrelse på aksjepostene til personlige eiere	3.5%	4.3%
Gjennomsnittlig størrelse på aksjepostene til inst. eiere	11.6%	12.8%
Sum eiere (P+I) i gjennomsnitt pr. foretak	88.1%	92.3%
Sum personlige eiere i gj.snitt pr. foretak	25.6%	14.5%
Sum institu. eiere i gj.snitt pr. foretak	62.5%	77.8%

Som en empirisk oppsummering av disse hovedtrekkene, har vi valgt å vise noen tall for endringene fra 1978 til 1986 i gruppen av "identiske industriforetak" - dvs. foretak som er

Innholds

Første

I. Innledning

Danmarks økonomi

Ejerforholdene i Danmark

Indvandringsproblemer

Aktivitetsloven

Indførelse af kapital

Ny

De

## Bilaga 10

II. Analyse af ejerforholdene

Fakta om virksomheder

Forskel på virksomheder

Forskelle på virksomheder

III. Analyse af ejerforholdene

De danske virksomheder

Ejerforholdene

IV. Analyse af de danske virksomheder

Overordnet set

Indtægtsstruktur og

Finansielle forhold

Inden for virksomhederne

DK og Store Nord

Sammensatte virksomheder

Arbejdsforholdene

Arbejdsforholdene

Arbejdsforholdene

Arbejdsforholdene

Arbejdsforholdene

Arbejdsforholdene

Arbejdsforholdene

Arbejdsforholdene

Arbejdsforholdene

Arbejdsforholdene

Arbejdsforholdene

V. Arbejdsforholdene

Arbejdsforholdene

Arbejdsforholdene

-mannen tilføjet den 12. januar 1985 og indarbejdet i den samlede  
 rapport for 1985. De samlede resultater er vist i tabel 10.  
 Tabel 10 viser resultaterne for de enkelte virksomheder og for  
 den samlede gruppe. De samlede resultater er vist i tabel 10.  
 Tabel 10 viser resultaterne for de enkelte virksomheder og for  
 den samlede gruppe. De samlede resultater er vist i tabel 10.

### Tabel 10

Tabel 10 viser resultaterne for de enkelte virksomheder og for  
 den samlede gruppe. De samlede resultater er vist i tabel 10.

### Efterhold indenfor Danmarks Erhvervs

-resultat for 1985. De samlede resultater er vist i tabel 10.  
 Tabel 10 viser resultaterne for de enkelte virksomheder og for  
 den samlede gruppe. De samlede resultater er vist i tabel 10.

	1985	1984
De samlede resultater for 1985	10.000	9.700
De samlede resultater for 1984	10.000	9.700
De samlede resultater for 1983	10.000	9.700
De samlede resultater for 1982	10.000	9.700
De samlede resultater for 1981	10.000	9.700
De samlede resultater for 1980	10.000	9.700
De samlede resultater for 1979	10.000	9.700
De samlede resultater for 1978	10.000	9.700
De samlede resultater for 1977	10.000	9.700
De samlede resultater for 1976	10.000	9.700
De samlede resultater for 1975	10.000	9.700
De samlede resultater for 1974	10.000	9.700
De samlede resultater for 1973	10.000	9.700
De samlede resultater for 1972	10.000	9.700
De samlede resultater for 1971	10.000	9.700
De samlede resultater for 1970	10.000	9.700

De samlede resultater for 1985 er vist i tabel 10. De samlede  
 resultater for 1984 er vist i tabel 10. De samlede resultater  
 for 1983 er vist i tabel 10. De samlede resultater for 1982  
 er vist i tabel 10. De samlede resultater for 1981 er vist i  
 tabel 10. De samlede resultater for 1980 er vist i tabel 10.

## Innehåll

<i>Forord</i> .....	63
I. <i>Indledning</i> .....	64
Danmarks erhvervsliv i dag .....	64
Ejerforholdene i landbruget .....	66
Industrialiseringen .....	67
Aktieselskabsformen .....	67
Indviklede ejerforhold i aktieselskaber .....	69
Ny aktieselskabslov udvider oplysningerne .....	72
De børsnoterede og de 100 største .....	73
II. <i>Analyse af ejerforholdene i de børsnoterede selskaber</i> .....	75
Fondsbørsreform .....	75
Fondsbørsens betydning .....	76
Ejerforholdene i de børsnoterede selskaber .....	81
III. <i>Analyse af ejerforholdene i de 100 største koncerner</i> .....	86
De 100 største .....	86
Ejerforholdene .....	86
IV. <i>Beskrivelse af de forskellige ejergrupper</i> .....	89
Generationsskiftets betydning .....	89
Enkeltpersoner og familier .....	90
Private fonde .....	91
Ingen dominerende aktionærer .....	93
ØK og Store Nordiske Telegraf Selskab .....	93
Stemmeretsbegrænsninger .....	95
Andelsbevægelsen .....	96
Arbejderkooperationen .....	98
Medarbejderne .....	99
Staten og kommunerne .....	101
De institutionelle investorer .....	102
ATP og Lønmodtagernes Dyrtidsfond .....	104
Pensionskasserne .....	107
Forsikringsselskaberne .....	109
Pengeinstitutterne .....	110
Udlandet .....	111
V. <i>Ejerstrukturens betydning for erhvervslivets udvikling</i> .....	114
Professionelle ledere og anonym ejerkapital .....	114
Ideer og forrentning .....	114

Foreord ..... 63

I. Indledning ..... 64

    Economic erbetid i dag ..... 64

    Ejendoms- og landbrug ..... 66

    Industriarbejdere ..... 67

    Agricultural workers ..... 67

    Industrielt arbejde i almindelighed ..... 69

    For økonomisk udvikling og økonomi ..... 72

    De økonomiske og de 100 stats ..... 73

II. Analyse af ejendoms- og de økonomiske sektorer ..... 73

    Ejendomssektoren ..... 73

    Ejendoms betydning ..... 76

    Ejendoms i de økonomiske sektorer ..... 81

III. Analyse af ejendoms- og de 100 stats økonomi ..... 80

    De 100 stats ..... 86

    Ejendoms ..... 86

IV. Betydning af de forskellige økonomier ..... 89

    Gennemsnitligt betydning ..... 89

    Ejendoms og landbrug ..... 90

    Private fond ..... 91

    Løse økonomiske sektorer ..... 93

    DK og andre økonomiske sektorer ..... 97

    Støttesystemer ..... 97

    Andelsorganisationer ..... 98

    Arbejdsorganisationer ..... 98

    Medlemsorganisationer ..... 99

    Staten og kommunerne ..... 101

    De institutionelle investorer ..... 102

    ATP og Lønmodtager Forsikring ..... 104

    Forsikrings ..... 107

    Forsikringsarbejdere ..... 109

    Forsikringsorganisationer ..... 110

    Lønmodt ..... 111

V. Økonomisk betydning for økonomisk udvikling ..... 114

    Økonomisk betydning og økonomisk udvikling ..... 114

    Bred og bred ..... 114

## FORORD

I forbindelse med udarbejdelse af en rapport om "Agar- og inflytandefrågor i svenskt naringsliv" ønskes en delrapport om ejerforhold indenfor Danmarks erhvervsliv.

Der ønskes en beskrivelse af de forskellige ejertyper såsom pensionskasser, banker, forsikrings-selskaber, privatpersoner, private fonde, staten, kooperationen, andelsbevægelsen m.m.

Der ønskes en særskilt belysning af ejerforholdene indenfor de børsnoterede selskaber. Fondsbørsens rolle for det danske erhvervsliv bør beskrives.

Endvidere ønskes en beskrivelse af årsager til og virkninger af eventuelle forandringer i ejerstrukturen.

Endelig ønskes det belyst, hvorvidt Danmarks medlemsskab af EF har påvirket udviklingen i ejerstrukturen.

Delrapporten om ejerforhold indenfor Danmarks erhvervsliv er til dels udarbejdet på grundlag af offentligt tilgængelige oplysninger. Da dette imidlertid ikke er et tilstrækkeligt grundlag, er der med henblik på udarbejdelsen af denne delrapport gennemført to supplerende undersøgelser af henholdsvis ejerforholdene indenfor de børsnoterede selskaber og ejerforholdene indenfor de 100 største danske koncerner. De to undersøgelser er udført af undertegnede i samarbejde med min kone Gertie Strande Jacobsen.

Peter Brixtofte

Farum den 22.oktober 1986

## I. INDLEDNING

## DANMARKS ERHVERVSLIV I DAG

Helt frem til anden verdenskrig var landbruget Danmarks vigtigste erhverv. Landbruget beskæftigede 25 pct. af den samlede arbejdsstyrke, landbrugsproduktionen udgjorde 20 pct. af landets samlede bruttofaktorindkomst og landbrugseksporten hjembragte 50 pct. af samtlige valutaindtægter.

Siden anden verdenskrigs afslutning og frem til i dag er landbrugets betydning formindsket kraftigt, mens byerhvervenes betydning er vokset.

I 1985 var landbrugets andel af arbejdsstyrken faldet til 6 pct. og produktionens andel var formindsket til 5 pct. Med et bidrag på 17 pct. af de samlede valutaindtægter har landbruget dog fortsat stor betydning for den samlede valutaindtjening.

Målt ud fra beskæftigelsen og produktionen er servicesektoren i dag Danmarks største erhverv. I 1985 beskæftigede servicesektoren således 65 pct. af den samlede arbejdsstyrke, og servicesektorens produktion udgjorde 64 pct. af den samlede bruttofaktorindkomst. Beskæftigelsen fordeler sig ligeligt på privat og offentlig servicevirksomhed, mens 2/3 af produktionen sker indenfor den private servicesektor.

Det er svært at opgøre servicesektorens betydning for valutaindtjeningen. Når vareeksporten trækkes fra den samlede bruttovalutaindtjening er der 31 pct. tilbage. En del heraf er ikke indtjening fra serviceerhvervene, og en andel til servicesektoren omkring 22 pct. er mere realistisk. Heraf udgør valutaindtjeningen fra søtransporten omkring halvdelen.

Industrien er i dag kun Danmarks næstsstørste erhverv med 21 pct. af den samlede arbejdsstyrke og 21 pct. af den samlede bruttofaktorindkomst. Industrien er til gengæld Danmarks vigtigste valutaerhverv, idet industrieksporten hjembringer 48 pct. af de samlede valutaindtægter

Det kan endelig nævnes, at bygge- og anlægssektorens andel af beskæftigelsen og produktionen udgør omkring 6 pct.

Tabel 1. Erhvervenes betydning for Danmark 1975-85.

	Fordeling af Beskæftigelsen		Fordeling af Produktionen		Fordeling af Valutaindtjeningen (skøn)	
	1975	1985	1975	1985	1975	1985
Landbrug	9%	6%	5%	5%	22%	17%
Industri	22%	21%	21%	21%	47%	48%
Byggeri	8%	6%	9%	6%	0%	0%
Privat service	35%	35%	41%	42%	26%	22%
Offentlig service	24%	30%	21%	22%	0%	0%
Andet	2%	2%	3%	4%	5%	13%
I alt %	100%	100%	100%	100%	100%	100%
I alt absolut	2,3 mio.	2,6 mio.	189 mia.kr.	517 mia.kr.	72 mia.kr.	262 mia.kr.

Kilde: Statistisk tiårsoversigt 1986

Som det fremgår af tabel 1 er der ikke sket voldsomme forskydninger i de sidste 10 år. Det kan dog fremhæves, at den offentlige servicesektors andel af beskæftigelsen er vokset en del på bekostning af landbruget, industrien og byggesektoren.

#### EJERFORHOLDENE I LANDBRUGET

---

Så længe Danmark stort set alene var et landbrugsland, var ejerforholdene indenfor erhvervslivet forholdsvis enkle. Frem til de store landbrugsreformer i slutningen af det 18. århundrede var næsten al landbrugsjord ejet af godsejerne, mens selvejerbønder kun fandtes i forsvindende antal. Disse godser tilhørte det offentlige samt adelige og borgerlige proprietærer.

I slutningen af det 18. århundrede og et stykke ind i det 19. århundrede skete der en fredelig revolution indenfor det danske landbrug. Gennem en række frivillige reformer afskaffedes godsejerældet, og i stedet voksede selvejet frem indenfor landbruget. I dag er dansk landbrug stort set alene ejet af selvejerbønder. Der har været debat om indførelse af aktieselskabsformen indenfor landbruget, men disse tanker er indtil videre ikke blevet til realiteter af betydning.

Der er i dag omkring 90.000 landbrugsbedrifter, der stort set alle er ejet af de familier, der bor på bedrifterne. For 10 år siden var der 130.000 bedrifter, og antallet vil falde støt i de kommende år. Det gennemsnitlige danske landbrug har i dag et dyrket areal på 30 hektar.

## INDUSTRIALISERINGEN

---

Med industrialiseringen af Danmark begyndte ejerforholdene langsomt men sikkert at blive mere udviklede. Industrialiseringen i Danmark tog fart i midten og slutningen af det 19.århundrede.

Mens tekstilindustrien var ledende for den industrielle udvikling i England, og træindustrien spillede samme betydning for Sverige, var der ikke nogen særlig branche i Danmark, der prægede industrialiseringen. Fremgangen skete over en bred front og stort set hele produktionen gik til hjemmemarkedet. Først med liberaliseringen af den internationale handel i 1950erne og 1960erne blev industrien et eksporterhverv.

To grupper af mennesker har været afgørende for den industrielle udvikling. Den ene gruppe består af tekniske og handelsmæssige "opfindere", mens den anden gruppe består af finansielle organisatorer. Begge grupper af igangsættere har sat deres præg på ejerstrukturen i dag. Et eksempel på begge grupper af iværksættere kan fremhæves.

En af Danmarks største industrikoncerner F.L.Smidth & Co. blev grundlagt i begyndelsen af 1880erne af tre ingeniører F.L.Smidth, Alexander Foss og Poul Larsen. Den længstlevende Poul Larsen overtog kontrollen i midten af 1920erne, og hans efterkommere sidder i dag på aktiemajoriteten.

## AKTIESELSKABSFORMEN

---

C.F.Tietgen er Danmarks historiske største finansielle organisator. Som Privatbankens direktør var han en meget væsentlig drivkraft i indførelse af aktieselskabsformen indenfor dansk erhvervsliv. Det første aktieselskab blev dannet allerede i

1616, hvor det Asiatiske Kompagni fik adgang til at oprette et aktieselskab med det formål at organisere risikovillig kapital.

Aktieselskabsformens store gennembrud kom i 1860'erne. Alene C.F.Tietgen organiserede bl.a. stiftelsen af følgende aktieselskaber:

Kryolith Mine og Handels Selskabet ( 1865 ), DFDS ( 1866 ), Det Store Nordiske Telegraf-Selskab (1869 ), E.Z.Switzers Bjergningsentreprise, B & W, De Danske Sukkerfabrikker ( alle i 1872 ), Tuborgs Fabrikker ( 1873 ), De Danske Spritfabrikker ( 1881 ), KTAS ( 1882 ), Fakse Kalkbrud ( 1883 ) og De Forenede Bryggerier ( 1891 ).

Ved begyndelsen af det 20.århundrede var 16 pct. af alle ansatte indenfor håndværks- og industrivirksomheder ansat i aktieselskaber. Det var på dette tidspunkt fortsat enkeltmandsejede virksomheder, der dominerede med en andel omkring 70-80 pct.

Aktieselskabernes betydning er siden vokset kraftigt. I 1948 var det således 28 pct. af de ansatte indenfor håndværks- og industrivirksomheder, der var beskæftigede i aktieselskaber. Enkeltmandsvirksomhedernes andel var på dette tidspunkt faldet til 54 pct.

I følge den nyeste statistik fordeler den samlede afgiftsangivet omsætning i Danmark sig på forskellige ejertyper som angivet i tabel 2. Betydningen af enkeltmandsejede virksomheder falder fortsat stærkt, og i stedet er en ny slags aktieselskabsform, anpartsselskabet vokset frem. Anpartsselskaber og aktieselskaber står tilsammen for 57 pct. af den samlede omsætning mod 18 pct. til enkeltmandsejede virksomheder. Andelsselskaberne tegner sig for 12 pct.

Tabel 2. Omsætningen fordelt efter virksomhedernes ejerform 1975-85.

	1975	1985
Enkeltmandsvirksomhed	29%	18%
Interessentskab/ kommanditselskab	6%	6%
Anpartsselskab	0%	9%
Aktieselskab	49%	48%
Andelsforening	12%	12%
Anden ejer	4%	7%
I alt	100%	100%
I alt absolut	351 mia.kr.	1.031 mia.kr.

Kilde: Statistisk tiårsoversigt 1986

#### INDVIKLEDE EJERFORHOLD I AKTIESELSKABER

Mens det er forholdsvis ligetil at finde ud af, hvem der ejer enkeltmandsvirksomheder, er det langt mere indviklet, når en virksomhed ejes på aktieselskabsgrundlag. I mange år har det således ikke været muligt at opnå adgang til en fortegnelse over aktionærerne. Det har ikke engang været muligt at få kendskab til de største aktionærer.

I dag er det endnu ikke muligt at erhverve sig et detaljeret overblik over, hvem der ejer hvor meget i de enkelte aktieselskaber. I Danmark er der

tradition for en vis mystik omkring ejerforhold - i modsætning til f.eks. Japan, hvor selskaberne giver oplysning om hver eneste aktionærs aktieandel.

Det manglende oplysningsgrundlag betyder, at det har været svært for samfundsforskere at give et billede af ejerforholdene indenfor dansk erhvervsliv. Som eksempel kan nævnes, at der i 1978 blev udgivet en meget omfattende rapport om lønmodtagernes medejendomsret. Rapporten var udarbejdet af et udvalg, der var nedsat af regeringen i 1977.

På side 347 i rapporten pkt. 15 står der bl.a.: "En tilbunds gående analyse af ejerforholdet til aktieselskabssektoren lader sig ikke gennemføre. Hertil er det tilgængelige statistiske materiale ganske enkelt utilstrækkeligt".

Trods disse vanskeligheder har udvalget i rapporten offentliggjort visse statistikker. Der er således foretaget en fordeling af udbytteskat på udbyttmodtagere. For perioden 1973-76 fordelte udbytteskatten sig således på forskellige kategorier af udbyttmodtagere:

*Skattepligtige fysiske personer samt dødsboer	26%
*Skattepligtige aktieselskaber m.v.	41%
*Udlændinge i henhold til dobbelt beskatningsaftaler	12%
*Ikke-skattepligtige, herunder fonde uden erhvervsindtægt	12%
*Øvrige	9%
I alt	100%

På denne baggrund konkluderer udvalget, at omkring 1/4 af aktiekapitalen i de udbyttegivende aktieselskaber ejes af enkeltpersoner. Endvidere at 40 pct. af aktierne ejes af aktieselskaber og fonde, der driver erhvervsvirksomhed. Det skønnes,

, at alene aktieselskaberne ejer 30-40 pct. af aktierne. Dernæst ejes 12 pct. af ikke-skattepligtige, som f.eks. stat og kommuner, realkreditinstitutter, Nationalbanken, ATP, pensionskasser og visse foreninger, herunder private fonds. Endelig skønner udvalget, at udlændinge ejer 12-21 pct. af aktiekapitalen.

Udvalget gennemførte endvidere en analyse af ejerforholdet til aktierne i 302 danske selskaber med en samlet aktiekapital på nominelt 17 milliarder kr., hvilket svarede til ca. 60% af den samlede aktiekapital.

På side 351 i rapporten er det nævnt, hvorledes aktiekapitalen er fordelt på ejergrupper:

"Aktiekapitalen er skønsmæssigt fordelt efter ejerforhold på privat/fonds-, stats-, udenlandsk- og selskabsejede. For den række af selskaberne er ejerforholdet ikke offentligt kendt. Den viste skønsmæssige fordeling er derfor behæftet med stor usikkerhed. Selskaber med et udenlandsk moderselskab er opført som (helt eller delvis) udenlandsk-ejet."

Resultatet af analysen kan gengives således:

	Banker/ invest. selsk.	Trafik	Handel	Indu- stri	Rederi
*Privat-/ fondsejede	74%	29%	40%	41%	70%
*Statsejede		19%		1%	
*Udenlandsk- ejede		5%	25%	25%	
*Selskabsejede	26%	47%	35%	33%	30%
	100%	100%	100%	100%	100%

Aktiekapitalen i alle 302 selskaber under et fordelte sig med 49 pct. i privat-/fondseje, 2 pct. i statseje, 16 pct. i udenlandsk eje og 33 pct. i selskabseje.

På grundlag af de to opgørelser (udbytteskat og de 302 selskaber) konkluderer rapporten endeligt side 353:

"For den betydelig del af A/S-sektoren synes ejerforholdet herefter - meget forsigtigt - at kunne skønnes således:

*privatejet	25-28 %
*selskabsejet	30-40%
*udenlandsk ejet	10-20%
*fondsejet	20-10%
*statsejet	1- 2%
*uforklaret	15- 0%

Det bemærkes, at de selskabsejede aktier naturligvis indirekte igennem anden aktiebesiddelse ejes af de fysiske eller juridiske personer uden for aktieselskabssektoren."

#### NY AKTIESELSKABSLOV UDVIDER OPLYSNINGERNE

---

Siden udarbejdelsen af den store rapport om Lønmodtagernes Medejendomsret, er der for regnskabsåret 1981 indført en ny regel i aktieselskabslovens paragraf 28 a, hvori der står:

"Selskabet fører en særlig fortegnelse over de aktionærer, der besidder aktier, som er tillagt enten mindst 10 pct. af aktiekapitalens stemmeretigheder, eller hvis pålydende værdi udgør mindst 10 pct. af aktiekapitalen, dog mindst 100.000 kr."

Der står endvidere: "Enhver, der måtte være interesseret heri, kan ved skriftlig henvendelse til selskabet få tilsendt udskrift af fortegnelsen".

Aktieselskaberne skal herefter - efter skriftligt ønske - fortælle, hvem der ejer mere end 10 pct. af den samlede stemmeret eller 10 pct. af den nominelle aktiekapital. Med denne bestemmelse er det blevet lettere end tidligere at beskrive ejerforholdene og dermed magtforholdene indenfor Danmarks erhvervsliv.

Men - da bestemmelsen er ny - er det ikke muligt at foretage en sammelignelig statistisk beskrivelse af udviklingen i ejerforholdene igennem en kortere eller længere historisk periode.

Det er endvidere fortsat heller ikke muligt at gennemføre en total statistisk kortlægning af ejerforholdene - endda langt fra. Der gives jo alene oplysninger om, hvor meget der ejes af de aktionærer, der ejer mere end 10 pct. D.v.s. at der savnes oplysninger om de mange aktionærer, der ejer mindre end 10 pct.

Det er herefter ikke muligt at fordele den samlede aktiekapital på forskellige ejergrupper. Det er til gengæld muligt at konstatere, om der findes en eller flere aktionærer, der ejer en bestemmende andel af aktiekapitalen. Det må understreges, at det forudsætter, at disse aktionærer ejer mere end 10 pct.

Det kan således godt tænkes, at der findes en 6-7 aktionærer der hver ejer aktier, der repræsenterer f.eks. 9 pct. af stemmeandelen. I dette tilfælde vil det ikke være muligt at fastslå disse bestemmende aktionærers identitet.

#### DE BØRSNOTEREDE OG DE 100 STØRSTE

---

Med henblik på at give et aktuelt billede af ejerstrukturen i Danmarks erhvervsliv, er der gennemført to analyser af ejerforholdene. For det

første er ejerforholdene i de børsnoterede selskaber analyseret. Der er dernæst gennemført en analyse af ejerforholdene i de 100 største danske koncerner.

De to analyser er gennemført i et samarbejde med virksomhederne. Det må understreges, at det ikke er alle selskaber, der er lige samarbejdsvillige. Det gælder dog for hovedparten af virksomhederne. For de børsnoterede selskaber er definitionen af det enkelte selskab klar. Det er derimod mere indviklet, når det gælder de 100 største koncerner.

Der er ved analysen gjort et forsøg på at samle alle virksomheder indenfor en koncern - også selvom regnskabslovens krav om 50 pct.ejerandel ikke altid er opfyldt. Der findes f.eks. slet ikke nogen A.P.Møller-koncern i regnskabslovens forstand, fordi der er to "moderselskaber", der hver for sig ejer mindre end 50 pct.

De mere detaljerede ejerforhold i de børsnoterede selskaber og i de 100 største koncerner er vist i bilag 1 og bilag 2. I det følgende gennemgås hovedkonklusionerne i de to analyser.

## II. ANALYSE AF EJERFORHOLDENE I DE BØRSNOTEREDE SELSKABER

-----

### FONDSBØRSREFORM

-----

Handelen med værdipapirer i Danmark kan føres helt tilbage til slutningen af det 17. århundrede. I takt med den begyndende industrialisering og etableringen af de første banker og kreditforeninger, udviklede Fondsbørsen i København sig i midten af det 19. århundrede. Den første egentlige fondsbørslov blev vedtaget i 1919.

I de senere år er størsteparten af handelen gået udenom Fondsbørsen, og Fondsbørsen er blevet kritiseret for at være for gammeldags, herunder også på det teknologiske område.

I maj 1986 vedtog Folketinget et samlet lovkompleks for en reform af Fondsbørsen og en obligatorisk aktieregistrering. Herefter er arbejdet med udarbejdelsen af de tilhørende bekendtgørelser samt etableringen af de tekniske systemer påbegyndt.

I det fremtidige børssystem vil handelen foregå via et elektronisk handelssystem, der udgør en central del af børsreformen. Handelssystemet vil være opdelt i to dele. I det automatiske sammenføringssystem matches købs- og salgstilbud med hinanden. I det handelsunderstøttede elektroniske tilbuds- eller acceptsystem kan børsrådgiverne signalere handelsinteresse og afgive tilbud i et givet papir over for hinanden.

I forbindelse med det elektroniske handelssystem oprettes et informationssystem, der opsamler oplysninger om samtlige handler med børsnoterede papirer. Heraf vil fremgå de aktuelle kurser, lige-

som købs- og salgstilbud fra handelssystemet præsenteres. Det er hensigten at skabe den størst mulige gennemsigtighed på markedet.

Kun børsrådgiverselskaber vil have adgang til at handle på Københavns Fondsbørs. I princippet vil alle kunne eje et børsrådgiverselskab, såfremt de kan stille en aktiekapital på 5 millioner kr. Med disse regler ophører det århundredegamle monopol for fondsbørsvekslererne på at handle på Fondsbørsen.

Vedtægelsen om en obligatorisk registrering af aktier i Værdipapircentralen kan først gøres til virkelighed i 1988, da retningslinjerne for systemet og det tekniske apparatur skal etableres.

Med gennemførelse af den hårdt tiltrængte fondsbørsreform vil Danmark få et af de mest avancerede børsystemer i verden. Der er hermed lagt op til en betydelig styrkelse af det indenlandske kapitalmarked.

#### FONDSBØRSENS BETYDNING

---

Frem til begyndelsen af 1980'erne har Københavns Fondsbørs først og fremmest været en børs for handel med obligationer, mens aktiemarkedet har ført en henslumrende tilværelse. Men fra 1981/82 er aktiemarkedet vågnet op og spiller i dag en stærkt voksende rolle for kapitalformidlingen.

Ved udgangen af august 1986 udgjorde de cirkulerende mængder obligationer, aktier og investeringsbeviser følgende beløb:

Tabel 3. Oversigt over den nominelle værdi og kursværdien af de børsnoterede værdipapirer ultimo august 1986.

	Den nominelle værdi milliarder kr.	Kursværdien milliarder kr.
Obligationer	977,0	904,5
Aktier	25,5	126,4
Investeringsbeviser i investerings- foreninger	19,0	27,9
I alt	1.021,5	1.058,8

Kilde: Københavns fondsbørs.Månedsrapport/august 86

Som det fremgår af oversigten, er obligationerne fortsat meget dominerende i forhold til aktierne.

Statsobligationerne, der har finansieret de store underskud på statsbudgettet i perioden 1975-86, udgør 36 pct. af den samlede nominelle værdi og 39 pct. af kursværdien af samtlige obligationer. Med den genvundne ligevægt på statsfinanserne vil det samlede udbud af statsobligationer ikke vokse i de kommende år.

Det er til gengæld sandsynligt, at de seneste års stigning i den cirkulerende børsnoterede aktiekapital vil fortsætte. Frem til 1981 spillede aktie-

markedet ingen større betydning for kapitalformidlingen til de danske virksomheder.

Men fra 1981 voksede interessen for investering i aktier ganske betydeligt. Det skyldes dels, at skattereglerne for aktieejere blev forbedret i 1981, dels at det økonomiske klima i Danmark blev gunstigere for erhvervslivet fra slutningen af 1982.

Den voksende interesse for aktier satte sig kraftige spor i kursudviklingen. Mens aktiekurserne overhovedet ikke steg fra 1975 til 1980, voksede de på et år, fra 1980 til 1981 med 39 pct. Fra 1981 til 1982 voksede kurserne med 12 pct., og fra 1982 til 1983 øgedes aktiekursindekset med ikke mindre end 114 pct. I de sidste par år har aktiekurserne svinget kraftigt og ligger p.t. på ca. samme niveau som ved udgangen af 1983.

De langt højere aktiekurser har naturligvis øget selskabernes interesse for at udstede aktiekapital på Fondsbørsen. Såvel de "gamle" selskaber som helt nye har som hovedregel med held fået tilført ny aktiekapital i de sidste par år. Det har øget tilgangen af mindre nye selskaber til Fondsbørsen, at der i 1982 blev oprettet et Børs III. Denne nye afdeling på Fondsbørsen giver adgang for virksomheder med mindst 2 millioner kr. og ikke over 15 millioner kr. i aktiekapital. Der er ultimo august børsnoteret 29 selskaber på Børs III.

I tabel 4 er udviklingen i de sidste 10 år beskrevet. Tabellen viser, at den cirkulerende børsnoterede aktiekapital alene i de første 8 måneder i 1986 er øget med 4.117 millioner kr., mens væksten i f.eks. hele 1980 kun udgjorde 317 millioner kr.

Der er ultimo august 1986 i alt 249 børsnoterede selskaber, heraf 164 på Børs I, 75 på Børs II og 29 på Børs III.

Tabel 4. Udviklingen i den børsnoterede nominelle aktiekapital 1975-86.

	Ultimo året millioner kr.	Vækst i årets løb
1976	10.490	1.338
1977	11.103	613
1978	12.017	914
1979	12.671	654
1980	12.988	317
1981	13.597	609
1982	14.543	946
1983	16.249	1.706
1984	18.994	2.745
1985	21.419	2.425
1986 (8 mdr.)	25.536	4.117

Kilde: Statistisk tiårsoversigt 1986 og Københavns Fondsbørs Månedsrappport/August 86

Omfanget af børsnoteret aktiekapital kan sættes i forhold til den samlede aktiekapital i Danmark. Desværre er der kun offentlig tilgængelige tal frem til 1983 for den samlede aktiekapital. I 1983 udgjorde den børsnoterede aktiekapital 34 pct. af den samlede aktiekapital. Der er næppe tvivl om, at de sidste to års vækst i den børsnoterede aktiekapital har ført til en stigning i denne andel.

Det skal endvidere understreges, at de fleste børsnoterede selskaber ejer aktier i mange ikke-børsnoterede selskaber. Derfor repræsenterer en undersøgelse af ejerforholdene i de børsnoterede selskaber mere end blot den børsnoterede aktiekapital.

Tabel 5. Udviklingen i den børsnoterede nominelle aktiekapital og den samlede nominelle aktiekapital 1975-86

	1	2	1:2
	Børsnoterede aktiekapital ultimo millioner kr.	Samlet aktiekapital ultimo millioner kr.	
1975	9.152	25.985	35,2%
1976	10.490	29.495	35,6%
1977	11.103	28.894	38,4%
1978	12.017	31.494	38,2%
1979	12.671	35.449	35,7%
1980	12.988	39.658	32,8%
1981	13.597	42.313	32,1%
1982	14.543	43.977	33,0%
1983	16.249	47.575	34,2%
1984	18.994	-	-
1985	21.419	-	-
1986 ( 8 mdr.)	25.536	-	-

Kilde: Statistisk tiårsoversigt 1986.

Som eksempel på at børsnoterede selskaber ejer aktiekapital i ikke-børsnoterede selskaber kan nævnes, at ØK-koncernen ved udgangen af 1985 omfattede i alt 122 virksomheder, hvoraf der var 19 danske virksomheder med en samlet ikke-børsnoteret aktie-/anpartskapital på 423 millioner kr.

## EJERFORHOLDENE I DE BØRSNOTEREDE SELSKABER

I bilag I vises ejerforholdene i de børsnoterede selskaber. Hverken investeringsselskaberne eller investeringsforeningerne er medtaget i oversigten, da de alene administrerer værdipapir- eller ejendomsbesiddelser.

Ejerforholdene i de øvrige i alt 231 selskaber, kan beskrives således.

Tabel 6. Oversigt 1 over ejerforholdene i de børsnoterede selskaber. (august 1986)

Dominerende aktionærer	Antal selskaber		Kursværdi af aktiekapital	
	absolut	% vis	absolut	% vis mia.kr.
Ingen	92	39,9%	56,1	46,6%
Enkeltperson	32	13,9%	4,9	4,1%
Få personer	52	22,5%	17,0	14,1%
Privat fond	28	12,1%	29,7	24,7%
Privat fond + få personer	10	4,3%	2,8	2,3%
Staten/ kommuner	4	1,7%	2,0	1,7%
Udenlandsk	13	5,6%	7,9	6,5%
I alt	231	100,0%	120,3	100,0%

Som det fremgår af bilag 1 er en del børsnoterede selskaber ejet af andre børsnoterede selskaber.

Det drejer sig for eks. om Tivoli, Holmegårds Glasværker, Jyske Bryggerier, Dadeko, og Royal Copenhagen, der ejes af De Forenede Bryggerier.

2 selskaber ejes af Lauritzen Holding. Det er Atlas ( på vej ud af Børsen) og DFDS.

4 selskaber ejes af investeringsselskabet Potagua, der selv er børsnoteret. Det er F.L.Smidth & Co., Aalborg Portland, NKT og Faxø Kalkbrud.

I tabel 6 er ejerforholdet i alle de selskaber, der ejes af et andet børsnoteret selskab, henført til moderselskabets ejerforhold. Tivoli ejes f.eks. af De Forenede Bryggerier, der har en privat fond som dominerende aktionær. Dermed er Tivoli registreret som værende ejet af en privat fond.

Ejerforholdene i de børsnoterede selskaber kan endvidere analyseres indenfor de forskellige erhverv banker, forsikringsselskaber, handel og service, rederier samt industri. Det må understreges, at denne inddeling i erhverv ikke altid er fuldt dækkende. En række børsnoterede koncerner driver således flere forskellige erhverv. Danmarks største koncern A.P.Møller omfatter således såvel rederivirksomhed, detailhandel, industriproduktion m.m. Selskabets to hovedselskaber er noteret på Børsen under rederier.

Tabel 7. Oversigt over ejerforholdene i de børsnoterede selskaber. (august 1986)

Dominerende aktionærer	Antal selskaber				
	Banker	Forsik- ring	Handel/ Service	Indu- stri	Rederier
Ingen	58	4	8	20	2
Enkeltperson	1		8	22	1
Få personer			15	33	4
Privat fond			5	19	4
Privat fond + få personer			3	7	
Staten/ kommuner			4		
Udenlandsk		3	7	3	
I alt	59	7	50	104	11

Tabel 8. Oversigt over ejerforholdene i de børsnoterede selskaber. (august 1986)

Dominerende aktionærer	Pct.fordeling				
	Banker	Forsik- ring	Handel/ Service	Indu- stri	Rederier
Ingen	98%	57%	16%	19%	19%
Enkeltperson	2%		16%	21%	9%
Få personer			30%	32%	36%
Privat fond			10%	18%	36%
Privat fond + få personer			6%	7%	
Staten/ kommuner			8%		
Udenlandsk		43%	14%	3%	
I alt	100%	100%	100%	100%	100%

Tabel 6 viser, at der er flest selskaber, nemlig 92, hvor der ikke er nogen dominerende aktionær. Kursværdien af aktiekapitalen i disse selskaber udgjorde 56,1 milliard kr., svarende til 46,6 pct. af kursværdien i de 231 selskaber, der omfattes af analysen. Tabel 7 og 8 viser, at denne ejerform er helt dominerende indenfor bankerne.

Der er næstflest selskaber, hvor aktiemajoriteten deles af nogle få personer. I 52 selskaber med en samlet kursværdi af aktiekapitalen på 17,0 milliarder kr., har nogle få aktionærer tilsammen aktiemajoriteten.

I 32 selskaber er det en enkelt person, der sidder på aktiemajoriteten. Det er fortrinsvis små selskaber, og kursværdien udgør kun 4,9 milliarder kr. i disse selskaber.

I 28 børsnoterede selskaber er det en privat fond, der står som dominerende ejer. Det er i temmelig store og betydningsfulde selskaber med A.P.Møller, Lauritzen-koncernen og Novo i spidsen. Kursværdien af aktiekapitalen i selskaber med en privat fond som dominerende aktionær udgjorde 29,7 milliarder kr. ved udgangen af 1985, svarende til 24,7 pct. af den samlede kursværdi.

I 10 selskaber deler en privat fond aktiemajoriteten med nogle få aktionærer. 13 selskaber har en udenlandsk hovedaktionær og det offentlige er hovedaktionær i 4 børsnoterede selskaber.

### III. ANALYSE AF EJERFORHOLDENE I DE 100 STØRSTE KONCERNER

---

#### DE 100 STØRSTE

---

Der findes ingen skudsikre oversigter over, hvilke virksomheder, der er de 100 største. Den liste, der er vist i bilag II, er opbygget på grundlag af en række offentliggjorte oversigter, herunder "Danmarks største virksomheder", der hvert år udgives af forlaget Økonomisk Literatur, Oslo.

Hver koncern kan bestå af en række mindre koncerner. I oversigten i bilag II består en koncern af alle de virksomheder, der i sidste ende har tilknytning til den samme ejer.

Offentlige serviceorganisationer indenfor trafik og postvæsen er ikke medtaget. Desuden er finansielle institutioner, herunder banker og virksomheder, ikke medtaget.

De 100 største koncerner havde i 1985 tilsammen en omsætning på 369 milliarder kr., hvilket svarer til 33 % af Danmarks samlede momspligtige omsætning.

#### EJERFORHOLDENE

---

Ejerforholdene i Danmarks 100 største koncerner kan sammenfattes som anført i tabel 9.

Tabel 9. Oversigt over ejerforholdene i de 100 største koncerner i Danmark. (august 1986)

Dominerende ejer	Antal	Omsætning	
		absolut mia.kr.	%-vis
Ingen	19	64,0	17,3%
Enkeltperson	2	3,1	0,8%
Få personer	11	24,1	6,5%
Privat fond	18	82,1	22,2%
Privat fond+ få personer	6	18,3	5,0%
Staten	5	31,8	8,6%
Kommuner	5	12,5	3,4%
Udenlandsk	17	62,4	16,9%
Andelsbevægelsen	17	70,8	19,3%
Arbejderkoope- rationen	0	0	0
I alt	100	369,1	100,0%

Tabel 9 viser, at der er 4 store ejergrupper blandt de 100 største koncerner i Danmark.

\*Der er 19 selskaber, hvor der ikke er nogen dominerende ejere. Omsætningen i disse selskaber udgjorde 64,0 milliarder kr. i 1985.

\*I 18 selskaber er det en privat fond, der er den dominerende ejer. Omsætningen i disse selskaber udgjorde 82,1 milliarder kr. i 1985.

Hertil kan lægges 6 selskaber med en ejerkreds bestående af såvel private fonde som nogle få enkeltpersoner. Omsætningen i disse 6 selskaber udgjorde 18 milliarder kr. i 1985.

\*17 selskaber med en samlet omsætning på 70,8 milliarder kr. tilhører andelsbevægelsen.

\*Udenlandske aktionærer ejer 17 af de 100 største koncerner med en totalomsætning på 62,4 milliarder kr.

Der er kun to selskaber blandt Danmarks 100 største, hvor en enkelt person er dominerende ejer. Det er bl.a Spies-koncernen.

#### IV. BESKRIVELSE AF DE FORSKELLIGE EJERGRUPPER

---

##### GENERATIONSSKIFTETS BETYDNING

---

De fleste virksomheder er startet af en enkelt person, der har fået en god ide. I nogle tilfælde giver ideen ikke grundlag for beskæftigelse til andre end idemanden selv, eventuelt familien og nogle få medarbejdere. Virksomheden lever lige så længe som personen med den gode ide.

I andre tilfælde giver ideen anledning til, at der skabes en stor og voksende virksomhed, der har et liv efter stifterens død. De klogeste iværksættere forbereder generationsskiftet i godt tid inden deres død. I andre tilfælde bliver det overladt til tilfældighederne at ordne generationsskiftet.

Der er ejermæssigt flere muligheder for at køre virksomheden videre, når iværksætteren er ude af billedet:

1. Familiearvingerne kan føre virksomheden videre.
2. Der kan oprettes en privat fond, der får overdraget aktiemajoriteten i virksomheden.
3. Helt nye kapitalejere kan overtage virksomheden. Her er f.eks. flere muligheder: a) en bestående virksomhedskoncern b) en kapitalgruppe f.eks. pensionskasser, investeringsselskaber, privatpersoner.

Om en virksomhed er ejet på den ene eller anden måde, er ofte et spørgsmål om, hvor gammel virksomheden er. De helt nye selskaber er næsten altid ejet af en enkelt person, mens 2. eller 3. generationsvirksomhederne som hovedregel er ejet af en fond eller nye kapitalgrupper, der ikke har noget

med stifterens familie at gøre.

Herudover findes naturligvis virksomheder, der kapitalmæssigt ikke er startet af en enkelt person. Andelsbevægelsens mange virksomheder er eksempler på dette.

I det følgende vil de forskellige typer af ejergrupper blive gennemgået, herunder også de ejergrupper, der ikke er dominerende ejer i noget børsnoteret selskab eller i en af de 100 største koncerner.

#### ENKELTPERSONER OG FAMILIER

---

Der findes en del virksomheder, hvor det enten er en enkelt person eller en familiekreds, der ejer virksomheden. Blandt de 100 største koncerner er det alene Jannie Spies og Alex Christiani, der optræder som ene-ejer af en storkoncern. Det var Jannie Spieses afdøde mand Simon Spies, der stiftede Spies Rejser og som indsatte sin kone til enearving efter hans død.

Blandt de børsnoterede selskaber er der 32 selskaber, der har en enkelt person som den dominerende aktionær. Det er i flere tilfælde mindre virksomheder, der er gået på Børsen for at tilføre virksomheden mere kapital uden at miste stemmeforiciteten.

Der er endvidere 11 af de store koncerner, hvor nogle få personer tilsammen ejer stemmeforiciteten. Den største familieejede koncern er Potagua-gruppen, der bl.a. består af F.L.Smidth & Co., Aalborg Portland og Nordiske Kabel- og Trådfabrikker. Aktiemajoriteten er samlet i holdingselskabet Potagua, hvis aktier i dag er spredt på en række forskellige familiemedlemmer i flere forskellige generationer. Familien har i dag valgt at lade de defra kommende professionelle ledere stå i spidsen for koncernen.

De familieejede selskaber kan deles i to grupper. Den ene gruppe består af de virksomheder, hvor stifteren døde, inden han/hun fik ordnet generationsskiftet. Den anden gruppe består af virksomheder, hvor der var en naturlig leder af virksomheden i 2.generation. For begge grupper af virksomheder gælder, at der stilles store krav til sammenhold indenfor familien, hvis aktiemajoriteten skal bevares. Et selskab vil få mindre og mindre karakter af et familieselskab, desto flere familiemedlemmer, aktiemajoriteten er spredt på.

#### PRIVATE FONDE

---

I en lang række selskaber har stifteren oprettet en privat fond, der skal administrere aktiemajoriteten. Blandt de 231 børsnoterede selskaber, har  $\frac{28}{73}$  selskaber en privat fond som hovedaktionær. I 18 ud af de 100 største koncerner er det samme tilfældet.

I følge Fondsregisterets undersøgelse fra januar 1984 er der i dag 8.892 fonde med aktiver for 29,5 milliarder kr. Lidt over halvdelen af de registrerede private fonde er stiftet i de seneste 20 år, og 20 pct. endda i de sidste 5 år. 13 pct. af fondene er erhvervsdrivende, d.v.s. at de enten selv driver erhvervsvirksomhed eller de har bestemmende indflydelse på en erhvervsvirksomhed. Disse 1132 fonde ejer  $\frac{2}{3}$  af alle aktiverne i de private fonde. Blandt de erhvervsaktive fonde er der forholdsvis få, der har virkelig stor økonomisk betydning. 51 fonde ejer således i alt aktiver for 13 milliarder kr. eller 71 pct. af de samlede aktiver i de erhvervsaktive fonde.

De største private fonde ejer bl.a. så store koncerner som: ( placering blandt de 100 største an-

givet i parantes)

A.P.Møller-koncernen (1), Forenede Bryggerier (5), Lauritzen-koncernen (7), Danfoss (18), Skandinavisk Tobakskompagni (16), Novo (26), Monberg & Thorsen-koncernen (27), Tjæreborg-koncernen (38), Gutenberghus (34), Magasin du Nord (46), Rasmussen & Schiøtz (52), Berlingske Tidende (66) og Politiken (95) og Thrige-koncernen (60).

Der er flere årsager til at oprette en privat fond, der kan overtage aktiemajoriteten i selskabet.

For det første kan det ske ud fra en erkendelse af, at der ikke er en naturlig efterfølger i 2. generation. For det andet kan der være så mange arvinger, at aktiekapitalen efter stifterens mening bliver for spredt, hvis der ikke oprettes en fond med aktiemajoriteten.

Dertil kommer skattetekniske overvejelser. Der skal ved arv betales afgift til staten. Det er endvidere først for nylig, at det er vedtaget, at der skal indføres en beskatning af overskuddet i private fonde.

I betænkningen om fonde (nr. 970/1982) er kendetegnene ved en fond beskrevet side 43:

"Ingen fysisk eller juridisk person uden for fonden har ejendomsretten til fondens formue, d.v.s. at ejendomsretten til fondens formue tilkommer fonden som sådan. Aktiverne falder ikke i arv og kan ikke ved opløsning af fonden udbetales til en ejerkreds, men skal normalt udbetales eller overføres til fondens formål eller til en anden fond med samme eller lignende formål."

De private fonde ledes af bestyrelser, der som regel er selvsupplerende, d.v.s. at bestyrelsen udpeger selv efterfølgere til de, der forlader bestyrelsen.

## INGEN DOMINERENDE AKTIONÆRER

---

I et meget stort antal selskaber, er der ingen dominerende aktionær. Det gælder bl.a. for stort set alle banker. Blandt de 231 børsnoterede selskaber er der ingen dominerende aktionærer i 92 selskaber. Det samme gælder i 19 af de 100 største koncerner.

Da det ikke er muligt for offentligheden at opnå kendskab til de aktionærer, der ejer mindre end 10 pct. af aktiekapitalen eller aktier svarende til 10 pct. af stemmeretten, er det svært at kortlægge magtstrukturen i disse selskaber.

Der er dog ikke tvivl om, at disse selskaber som hovedregel styres på en af to måder. Enten findes der en alliance af en række aktionærer med f.eks. 7-8 pct. af aktiekapitalen hver. Eller også styrer den siddende bestyrelse suverænt generalforsamlingerne ved hjælp af fuldmagter, der på forhånd indhentes skriftligt fra de mange mindretalsaktionærer.

De to største industrikoncerner, der ikke har dominerende aktionærer, er Superfos og De Danske Sukkerfabrikker. I begge selskaber er det alene ATP( Arbejdsmarkedets Tillægs Pension), der ejer en andel på over 10 pct. af aktiekapitalen. Da ATP af princip ikke bruger sin stemmeret, har ATP ingen indflydelse på beslutningsprocessen.

## ØK OG STORE NORDISKE TELEGRAF SELSKAB

---

Blandt de koncerner, der ikke har nogen enkelt flertalsaktionær, fortjener ØK og Store Nordiske Telegraf Selskab en særlig omtale. ØK omfatter såvel rederi-, handels- som industrivirksomhed,

mens Store Nordiske Telegraf Selskab er en industrikoncern.

De to selskaber har indført en særlig konstruktion med et holdingselskab, hvorefter de to koncerner nærmest kan karakteriseres som selvejende. ØKs største aktionær er ØK Holding A/S (31,8 pct. af aktiekapitalen), mens ØK Holdings største aktionær er ØK (16,5 pct. af aktiekapitalen). ØKs bestyrelsesråd vælges af generalforsamlingen, hvor ØK Holding i praksis har et tilstrækkeligt antal stemmer til at bestemme, hvem der skal vælges. ØK Holdings position styrkes af ATPs store aktiepost på 5 pct., der ikke stemmer.

Det valgte bestyrelsesråd vælger af sin midte en formand. Denne formand for ØK er samtidig født formand for ØK Holding, hvis bestyrelse består af 4 medlemmer. Af de sidste 3 vælges en af ØKs bestyrelse og to af generalforsamlingen i Holdingselskabet. Ved stemmelighed er formandens stemme i begge bestyrelser afgørende. Dermed har formanden og den, ØKs bestyrelses vælger, flertallet i Holdingselskabets bestyrelse. Dermed administrerer de aktieposten i ØK og kan derfor vælge sig selv.

ØK er stiftet af H.N.Andersen i 1897, og hans efterkommere har i dag kun meget små aktieandele. Konstruktionen omkring Holdingselskabet er oprettet i 1960, angiveligt med det formål at forhindre udenlandsk overtagelse af ØK. Da vedtægterne kun kan laves om med 80 pct. stemmeflertal, er enhver overtagelse - herunder fra udlandet - udelukket.

Det Store Nordiske Telegraf Selskab og det holdingselskab har indført omtrent samme konstruktion som ØK. Store Nord Telegraf Selskab Holding ejer 25,8 pct. af aktiekapitalen i Store Nordisk Telegraf Selskab. Igen styrkes Holdingselskabets position af ATP, der ikke stemmer med sin andel på 10,9 pct.

Holdingselskabet kan således i praksis vælge medlemmerne af bestyrelsen i Store Nordiske Telegraf Selskab, når der ses bort fra de to staten vælger (koncessionsbetingelse). Formanden i industrielskabet er også født formand for Holdingselskabet, og industriselskabet vælger et medlem til af bestyrelsen på 4 personer. I tilfælde af stemmelighed er formandens stemme afgørende.

I Holdingselskabet er der ingen store aktionærer, og selvom en aktionær opkøbte mere end 50 pct. af stemmeretten, kunne der ikke opnås flertal i bestyrelsen.

#### STEMMERETSBEGRÆNSNINGER

---

I en række selskaber er der indført stemmeretsbegrænsninger med det udtrykkelige formål at undgå dominerende aktionærer. Det betyder, at en udenlandsk eller dansk investor skal opkøbe næsten hele aktiekapitalen, hvis der skal opnås flertal. Den pågældende investor kan dog være så snedig at fordele sine indkøb på en række mindre selskaber.

I en række og forsikringsselskaber er der indført stemmeretsbegrænsninger. Det gælder f.eks. for to af de tre største danske banker Privatbanken og Handelsbanken. I Privatbanken har ingen aktionær flere stemmer end svarende til 2 pct. af bankens aktiekapital. I Handelsbanken ligger grænsen ved 1 promille.

I selskaber med stemmeretsbegrænsninger er det stort set altid den siddende bestyrelse, der i praksis kan administrere et stemmeflertal ved hjælp af fuldmagter. Det er faktisk ikke til at opdrive eksempler på, at en bestyrelse er kommet i mindretal omkring et eneste forslag. Det letter bestyrelsens arbejde med at opretholde kontrollen, at der findes mange passive aktionærer.

## ANDELSBEVÆGELSEN

---

Andelsbevægelsen har lange og stolte traditioner i Danmark, og udgør i dag en vigtig del af Danmarks erhvervsliv. I følge en opgørelse foretaget af Andelsudvalget og offentliggjort i "Andelssektoren i tal 1972-1985", omsatte Andelssektoren for i alt ca. 90 milliarder kr. i 1985. Der er i dette samlede tal tale om en vis portion dobbeltregning, men da der ikke findes en "koncernopgørelse" for Andelsbevægelsen er det det bedste skøn.

Omsætningen fordelte sig således i 1985:

*Mejerier	14,1 milliarder kr.
*Svineslagterier	22,7 milliarder kr.
*Pelsdyravlerforeninger	2,2 milliarder kr.
*Grovvareforeninger og -selskaber (detailsalg)	11,7 milliarder kr.
*Grovvareselskaber (engros)	8,7 milliarder kr.
*Dansk Ost	4,3 milliarder kr.
*Andelssmør	2,0 milliarder kr.
*Olieselskabet Danmark	2,1 milliarder kr.
*Forsikringsselskaber	7,3 milliarder kr.
*Andre aktiviteter	15,6 milliarder kr.
<hr/>	
I alt	90,7 milliarder kr.

En af Danmarks størst banker Andelsbanken regnes endvidere for en del af andelsbevægelsen, selvom bankens kapitalgrundlag er aktier.

Andelsbevægelsens selskaber er ejet af en i vedtægterne nærmere fastsat gruppe på andelsbasis og hver andelshaver har i princippet en stemme. Ejerkredsen er derfor som hovedregel en lukket kreds uden dominerende ejere.

Andelsbanken er det eneste selskab indenfor Andelsbevægelsen, hvis kapital er noteret på Aktiebørsen. Blandt de 100 største koncerner er der ikke mindre end 17 repræsentanter for Andelsbevægelsen. Mejeriselskabet Danmark er den største andelsvirksomhed med den omsætning på 8,7 milliarder kr.

Andelsbevægelsen blev startet på landet for 120 år siden og kan med rette karakteriseres som en egentlig folkebevægelse. Andelsbevægelsen holder sig først og fremmest inden for landbruget, hvor andelsseselskaberne er meget dominerende. Det kan understreges ved følgende markedsandele for Andelsbevægelsen:

- \* 91 pct. af mælkeproduktionen
- \* 92 pct. af smørproduktionen
- \* 85 pct. af osteproduktionen
- \* 86 pct. af konsummælkeproduktionen
- \* 64 pct. af smørsalget, herunder 74 pct. af smøreksporten
- \* 93 pct. af svineproduktionen
- \* 65 pct. af kvægleverancerne
- \* 63 pct. af ægsalget
- \* 56 pct. af produktionen af frugt, grøntsager og blomster
- \* 48 pct. af handel med korn og foderstoffer
- \* 47 pct. af handelen med kunstgødning

Med til Andelsbevægelsen kan også FDB, der er Fællesforeningen for Danmarks Brugsforeninger, medtages. Denne bevægelse er skabt såvel på landet som i byerne, og derfor er FDB nævnt for sig selv. Med en omsætning i 1985 på 25,4 milliarder kr. dækker FDB omkring 30 pct. af danskernes dagligvareforbrug. Inklusive FDB udgør den samlede omsætning i Andelsbevægelsen herefter 116 milliarder kr.

## ARBEJDERKOOPERATIONEN

---

Mens andelstanken blev en stor succes på landet og indenfor landbruget, spiller "bykooperationen", kaldet arbejderkooperationen, ingen rolle af betydning for erhvervslivet i Danmark. Det kan skønnes, at der findes ca. 700 kooperative virksomheder, hvoraf de fleste er meget små, med en samlet omsætning på 4-5 milliarder kr.

Ingen af virksomhederne er børsnoterede og ingen er blandt de 100 største. Til gengæld findes der virksomheder inden for næsten samtlige brancher, lige fra finansiel virksomhed til produktion af ligkister.

Blandt de vigtigste kan nævnes Dansk Biscuitfabrik der har en årlig omsætning på 600 millioner kr., hvoraf størsteparten eksporteres, Arbejdernes Landsbank med en balance på 11,9 milliarder kr og A-Pressen, der udgiver 3 dagblade, med en årlig omsætning på 200 millioner kr.

Den kooperative højborg findes ikke indenfor produktion m.m., men indenfor boligbevægelsen. Der findes i dag ca. 360.000 lejligheder, der administreres af almennyttige boligselskaber. I tilknytning hertil findes en stribe kooperative håndværksvirksomheder.

Arbejderbevægelsen i Danmark satser i dag mindre på udbygning af kooperationen i forhold til tidligere. I 1953 oprettedes Arbejderbevægelsens Kooperative Finansieringsfond af LO og Det Kooperative Fællesforbund. Målet var at udvikle den kooperative erhvervssektor, og fonden har skudt midler ind en stribe af virksomheder indenfor byggekooperationen, fællesbagerierne og i mindre grad inden for andre sektorer. Fondens store vanskeligheder i 1980 og ny kapital måtte indskydes. Pr. 30.juni 1983 ejede denne fond kun aktier for 18,7

millioner kr.

I stedet for at satse mere på kooperationen, tog LO i 1983 initiativ til at oprette Dansk Erhvervsinvestering A/S, der fra starten blev storebror til Arbejderbevægelsens Kooperative Finansieringsfond. Kapitalen til Dansk Erhvervsinvestering kommer fra fagbevægelsen ( 1/3 ), pensionskasserne (1/3 ) og pengeinstitutterne ( 1/3 ). Dansk Erhvervsinvesterings aktionærer er et helt utradionelt partnerskab mellem bl.a. Dansk Metal, SiD, Handelsbanken og Privatbanken.

Ved udgangen af regnskabsåret 1985 udgjorde den samlede balance ca. 250 millioner kr., heraf aktiekapital på 240 millioner kr. Der er investeret i lang række selskaber, hvoraf kun en mindre del hører til kooperationen. Dansk Erhvervsinvestering er af langt større kapitalmæssig betydning end Arbejderbevægelsens Kooperative Finansieringsfond, men udgør kun en meget lille andel af det samlede kapitalmarked i Danmark.

#### MEDARBEJDERNE

---

Der findes et forsvindende lille antal virksomheder i Danmark, der er ejet totalt af medarbejderne. Til gengæld er der en hel del virksomheder, hvor medarbejderne ejer en - omend meget lille - andel af aktiekapitalen. Dette ejerskab er tilvejebragt gennem udstedelse af såkaldte medarbejderaktier, der begunstiges skattemæssigt. Selvom medarbejderne kan erhverve disse til en favørkurs, beskattes medarbejderne ikke af kursgevinsten, hvis de sælger aktierne efter 5 år.

I følge " Redegørelse fra udvalget vedrørende kortlægning af frivillig overskudsdeling "side 69 findes ca. 160 ordninger med medarbejderaktier. I

et bilag 1 er opregnet den samlede medarbejderaktiekapital i 139 af de 160 selskaber. Pr. januar 1986 ejede medarbejderne i alt aktier for nominelt 389 millioner kr., hvilket svarede til 1,69 pct. af den samlede aktiekapital i de pågældende selskaber. Medarbejdernes andel varierede i de enkelte selskaber fra 0,15 pct. til 35,83 pct. Sidstnævnte virksomhed er dog en undtagelse, og i de fleste virksomheder var andelen mellem 1 og 5 pct. af den samlede aktiekapital.

Der er mange af de store kendte danske selskaber, der har indført medarbejderaktier. Det gælder f.eks. følgende selskaber: (Med medarbejdernes andel af aktiekapitalen i parentes)

* Andelsbanken	(3,87 pct.)
* Baltica	(3,67 pct.)
* Bang & Olufsen	(8,00 pct.)
* Sophus Berendsen	(2,52 pct.)
* Codan Forsikring	(1,48 pct.)
* Codan Gummi	(3,00 pct.)
* Danisco	(2,00 pct.)
* Den Danske Bank	(3,39 pct.)
* De Danske Spritfabrikker	(0,28 pct.)
* Det Danske Trælaskompagni	(1,70 pct.)
* Faxe Bryggeri	(4,38 pct.)
* De Forenede Bryggerier	(2,07 pct.)
* Peder P.Hedegaard	(0,60 pct.)
* Hoffmann & Sønner	(2,78 pct.)
* Jyske Bryggerier	(8,15 pct.)
* Handelsbanken	(2,78 pct.)
* J.Lauritzen Holding	(4,11 pct.)
* Novo Industri	(3,55 pct.)
* Privatbanken	(1,53 pct.)
* Sadolin & Holmblad	(3,69 pct.)
* Det Store Nordiske T.Sels.	(1,91 pct.)
* Superfos	(1,38 pct.)
* ØK	(4,31 pct.)

STATEN OG KOMMUNERNE

---

I modsætning til en række vesteuropæiske lande spiller såvel staten som kommunerne kun en lille rolle som ejer af erhvervslivet i Danmark. Statens engagement i erhvervslivet er endda blevet mindre i 1985, hvor staten med stor succes solgte sin 50 pct. aktiepost i Kryolitselskabet Øresund, der hører til blandt de 100 største danske koncerner.

Staten ejer helt eller delvis et halvt hundrede erhvervsvirksomheder. Der er i dag 7 virksomheder af betydning:

\* DDL som ejer 2/7 af SAS ligesom Det Norske Luftfartsselskab, mens AB Aerotransport Sverige ejer 3/7. Staten ejer mere end 50 pct. af aktiekapitalen i DDL.

\* De to store telefonselskaber JTAS og KTAS, hvor staten ejer mere end 50 pct. af aktiekapitalen.

\* Statsanstalten for Livsforsikring, der har en markedsandel indenfor livs- og pensionsforsikring omkring 25 pct. Statsanstalten er 100 pct. statsejet.

\* Dansk Tipstjeneste, der arrangerer tipning. Staten ejer 80 pct. af aktiekapitalen.

\* DONG, der varetager statens interesser indenfor energisektoren, herunder olie- og gashandel, drift af olie- og gasledninger. Staten ejer DONG 100 pct.

\* Det Danske Stålvalseværk, der er Danmarks store stålproducent. Selvom staten kun er mindretalsaktionær, har staten alt ydet tilskud på ca. 1 milliard kr., og selskabet kan derfor betragtes som en statsvirksomhed.

Kommunerne har hovedsagelig virksomheder indenfor el-sektoren som f.eks. NESA og Midtkraft. Derunder har kommunerne - som led i et interkommunalt arbejde - bl.a. oprettet Kommunedata og Kommunekemi.

## DE INSTITUTIONELLE INVESTORER

De institutionelle investorer administrerer tilsammen hovedparten af kapitalen i Danmark. Herunder har de institutionelle investorer opkøbt aktier for meget betydelige beløb. Foreløbig har de institutionelle investorer ikke omsat disse kapitalressourcer til egentlig ejerindflydelse i erhvervslivet.

De institutionelle investorer optræder i en lang række selskaber som mindretalsaktionærer. Blandt de 231 børsnoterede selskaber har en eller flere institutionelle investorer mere end 10 pct. af aktiekapitalen i 80 selskaber. Det er især ATP-fonden, der har en række aktieposter på mere end 10 pct. af aktiekapitalen. De institutionelle investorer kan inddeles i følgende grupper: 1. ATP-fonden og Lønmodtagernes Dyrtidsfond. 2. Pensionskasserne. 3. Forsikringsselskaberne 4. Pengeinstitutterne. I tabel 10 kan det ses, hvilke enorme kapitalressourcer de institutionelle investorer råder over i dag.

Tabel 10. De institutionelle investorers udlån og beholdning af aktier og obligationer  
Ultimo 1985 ( milliarder kr.)

	Udlån	Aktier	Obliga.	I alt
ATP	0,1	9,6	42,2	51,9
Lønmodtagernes Dyrt.	0,5	4,6	19,7	24,8
Pensionskasserne	9,6	5,5	61,9	77,0
Bankerne	200,5	8,8	121,9	331,2
Sparekasserne	76,9	3,0	42,6	122,5
Forsikringsselskaberne	9,4	13,7	161,9	185,0
I alt	297,0	45,2	450,2	792,4

De institutionelle investorer ejede tilsammen obligationer for 450 milliarder kr. ved udgangen af 1985. Kursværdien af samtlige obligationer var på dette tidspunkt 922 milliarder kr., d.v.s at de institutionelle investorer tilsammen ejede næsten hver anden obligation.

De institutionelle investorer ejede endvidere aktier for 45 milliarder kr., hvoraf de 35 milliarder kr. var børsnoterede. De institutionelle investorer ejede hermed tilsammen 26 pct. af samtlige børsnoterede aktier.

Der skal endvidere ikke bruges en lommeregner til at finde ud af, at de institutionelle investorer på meget kort tid kunne opkøbe hver eneste aktie, der var til salg på Aktiebørsen.

ATP er den største enkeltejer af Aktiebørsen med børsnoterede aktier for 9,6 milliarder kr. Lønmodtagernes Dyrtidsfond ejede børsnoterede aktier for 4,2 milliarder kr.

Tabel 11. De institutionelle investorers beholdning af børsnoterede aktier. Ultimo 1985

	Absolutte værdi Milliarder kr.	%-vis andel af kursværdien af samtlige børsnoterede aktier
ATP-fonden	9,6	7,1 %
Lønmodtagernes Dyrtidsf.	4,2	3,1 %
Pensionskasserne	4,7	3,5 %
Bankerne og Sparekasserne	7,4	5,5 %
Forsikringsselskaberne	9,2	6,8 %
I alt	35,1	26,0 %

## ATP OG LØNMODTAGERNES DYRTIDSFOND

De to store fonde ATP og Lønmodtagernes Dyrtidsfond er begge oprettet ved lov. ATP-fonden blev oprettet i 1964 med det formål at gennemføre en tillægspensionsordning. Lønmodtagernes Dyrtidsfond oprettedes i 1980 med henblik på at administrere nogle indefrosne dyrtidsportioner.

ATP-fondens bestyrelse består af lige mange repræsentanter for henholdsvis arbejdsgivere og lønmodtagere med en neutral person som det 11. medlem. LD-fondens bestyrelse består af 15 repræsentanter for lønmodtagerorganisationerne og 6 repræsentanter for staten.

Begge fonde må højst placere 1 pct. af formuen i et enkelt selskab og tilsammen må de to fonde højst eje 20 pct. af aktiekapitalen i et selskab. ATP-fonden skal i dag holde sig til børsnoterede aktier, mens LD godt må erhverve aktier i ikke-børsnoterede selskaber. For begge fonde gælder at de højst må anbringe 20 pct. af de samlede midler i aktier, fast ejendom og indskud i investeringsforeninger/ -selskaber.

ATP-fonden bruger ikke den stemmeret, der er tilknyttet aktierne, mens LD optræder som en almindelig aktiv aktionær.

I 71 børsnoterede og i 2 ikke-børsnoterede aktieselskaber ejer ATP og LD tilsammen mere end 10 pct. af aktiekapitalen. Derudover ejer LD mere end 10 pct. af aktiekapitalen i 62 ikke-børsnoterede selskaber.

I tabel 12 gives en oversigt over de børsnoterede selskaber, hvor ATP og LD tilsammen ejer mere end 10 pct. af aktiekapitalen.

Tabel 12. Oversigt over børsnoterede selskaber,  
 hvor ATP og LD ejer mere end 10 pct.  
 af aktiekapitalen tilsammen.Ultimo 1985.

Selskabets navn	ATPs andel	LDs andel	I alt
Jens Vill.Fabrik.	10,52 %	9,47 %	19,99 %
Randers Rebslåeri	9,25 %	10,74 %	19,99 %
Schouw & Co.	9,44 %	10,53 %	19,97 %
Forenede Bryggerier	14,87 %	5,02 %	19,89 %
Peder P.Hedegaard	13,74 %	6,11 %	19,85 %
Sadolin & Holmblad	15,08 %	4,68 %	19,76 %
Superfos	16,45 %	3,12 %	19,57 %
Louis Poulsen & Co.	12,69 %	6,85 %	19,54 %
Store Nord. Tel.S.	10,89 %	8,64 %	19,53 %
Danisco	10,46 %	9,06 %	19,52 %
De Danske Sukkerfa.	17,00 %	2,40 %	19,40 %
Store Nord.T.S.Hold.	9,65 %	9,54 %	19,19 %
D/S Torm	8,77 %	10,42 %	19,19 %
Brdr. Hartmann	17,24 %	1,88 %	19,12 %
ISS	10,39 %	8,69 %	19,08 %
Bang & Olufsen	8,09 %	10,97 %	19,06 %
Codan Gummi	9,15 %	9,85 %	19,00 %
Skamol	5,23 %	13,72 %	18,95 %
Fisker & Nielsen	12,01 %	6,85 %	18,86 %
L.Dæhnfeldt	10,48 %	8,35 %	18,83 %
Brdr. A & O Johansen	8,04 %	10,75 %	18,79 %
Danske Trælaskom.	14,54 %	4,19 %	18,73 %
Laur. Knudsen NES	9,32 %	9,10 %	18,42 %
Wessel & Vett	9,96 %	8,44 %	18,40 %
NKT	15,14 %	3,14 %	18,28 %
De Danske Spritfa.	12,61 %	5,60 %	18,21 %
Nordisk Fjerfabrik	12,10 %	6,05 %	18,15 %
Bing & Grøndahl	11,65 %	6,04 %	17,69 %
Chr.Hansens Labor.	8,54 %	8,71 %	17,25 %
S.C.Sørensen Hold.	9,87 %	7,18 %	17,05 %
Radiometer	17,02 %	0,01 %	17,03 %

Tabel 12. fortsat

Selskabets navn	ATPs andel	LDs andel	I alt
Rasmussen & Schiøtz	4,47 %	11,88 %	16,35 %
Faxe Bryggeri	12,28 %	3,81 %	16,09 %
C & G Banken	1,25 %	14,83 %	16,08 %
Dansk Frøhandel Trifo.	1,65 %	14,23 %	15,88 %
Phønix	12,08 %	3,52 %	15,60 %
S.Dyrup & Co.	12,45 %	3,02 %	15,47 %
Snedk.m.Træ og Finer	-	15,26 %	15,26 %
Walter Jessen	14,17 %	1,02 %	15,19 %
F.E.Bording	5,52 %	9,66 %	15,18 %
Dancall Radio	3,08 %	12,00 %	15,08 %
Thrige-Titan	4,23 %	10,78 %	15,01 %
Heden	2,50 %	12,50 %	15,00 %
Christiani & Nielsen	8,90 %	5,77 %	14,67 %
Hoffmann & Sønner	7,45 %	6,84 %	14,29 %
Kbh. Reassurance Co.	8,38 %	5,84 %	14,22 %
Ove Arkil	7,86 %	6,14 %	14,00 %
Kemisk Værk Køge	5,09 %	8,26 %	13,33 %
Schades Papir	11,45 %	1,58 %	13,03 %
Aarhus Oliefabrik	12,02 %	0,73 %	12,75 %
Privatbanken	9,58 %	2,95 %	12,53 %
C.W.Obel	6,20 %	6,29 %	12,49 %
Baltica Holding	12,29 %	-	12,29 %
Amagerbanken	10,22 %	1,92 %	12,14 %
SK (Sækkeleje)	12,05 %	-	12,05 %
Sophus Berendsen	9,43 %	2,47 %	11,90 %
Codan Forsikring	10,88 %	0,97 %	11,85 %
ØK Holding	11,43 %	0,03 %	11,46 %
Meydan	2,76 %	8,47 %	11,23 %
Nordisk Solar Co.	3,78 %	7,38 %	11,16 %
Jyske Bryggerier	1,46 %	9,53 %	10,99 %
F.L.Smidth & Co.	7,24 %	3,67 %	10,91 %
Migatronic	9,70 %	1,06 %	10,76 %
Ikast Trælasthan	5,83 %	4,93 %	10,76 %
Christianshavns Opl.	-	10,71 %	10,71 %

Tabel 13. fortsat

Selskabets navn	ATPS andel	LDs andel	I alt
Potagua	7,70 %	2,98 %	10,68 %
Egnsbank Nord	8,41 %	2,21 %	10,62 %
Aalborg Portland	4,50 %	5,96 %	10,46 %
Dansk Kautionsforsikr.	5,74 %	4,58 %	10,32 %
Hope Computer	10,25 %	-	10,25 %
Aktivbanken	8,24 %	2,00 %	10,24 %
Skako	10,00 %	-	10,00 %

## PENSIONS KASSERNE

Stort set alle pensionskasser i Danmark er oprettet i begyndelsen af 1950'erne med Dansk Ingeniørforenings Pensionskasse i spidsen. Frem til 1980 investerede pensionskasserne stort set alene i sikre obligationer, men i de senere år er investeringerne i aktier øget stærkt.

Tabel 13. Oversigt over pensionskassernes beholdning af aktier og obligationer 1978-86

Ultimo	Aktier millioner kr.	Obligat. millioner kr.	Aktier/obligationer %
1978	491	13.283	3,7 %
1979	513	14.960	3,4 %
1980	807	17.518	4,6 %
1981	1.357	21.374	6,3 %
1982	1.535	28.186	5,4 %
1983	2.573	35.252	7,3 %
1984	3.465	42.236	8,2 %
1985	5.505	61.929	8,9 %
1986 1.kvartal	5.900	63.791	9,2 %

Der findes to typer pensionskasser, de tværgående pensionskasser og firmapensionskasserne. De tværgående pensionskasser omfatter medlemmer med samme uddannelse på tværs af virksomhederne, mens firmapensionskasserne - som navnet lyder omfatter medlemmer i de enkelte firmaer.

I følge den seneste beretning fra Forsikringstilsynet (for året 1984) var der 243.000 medlemmer af 32 tværgående pensionskasser. Ved udgangen af 1984 udgjorde beholdningen af aktier følgende beløb i de største pensionskasser:

*Dansk Ingeniørforening	744 millioner kr.
*Magistrenes Pensionskasse	360 millioner kr.
*Lægernes Pensionskasse	346 millioner kr.
*Juristernes og Økonomernes Pensionskasse	268 millioner kr.
*Sygeplejerskernes Pensionskasse	215 millioner kr.

I følge beretningen fra Forsikringstilsynet var der endvidere 42.000 medlemmer af 144 firmapensionskasser. Disse kasser ejede tilsammen aktier for 132 millioner kr.

Der findes ikke samlede oversigter over pensionskassernes placering af aktier fordelt på selskaber. Som hovedregel ønsker pensionskasserne ikke at gå ind som hovedaktionærer i erhvervsvirksomheder. En undtagelse er de 14 pensionskasser, der har været samlet i PKA ( Pensionskassernes Administrationskontor ). I begyndelsen af 1980erne førte disse kasser en aktiv erhvervspolitik, hvor der investeredes meget kraftigt i en række mindre selskaber. I en række tilfælde erhvervede de 14 kasser tilsammen en bestemmende aktiepost.

I dag har PKA-kasserne delt sig i to administrationsfællesskaber, og der føres en mere passiv aktieinvesteringspolitik.

## FORSIKRINGSSELSKABERNE

Danmarsk ældste forsikringsselskab er Købstæder-  
nes Almindelige Brandforsikring, der oprettedes i  
1761. I dag er der i følge Forsikringstilsynets  
beretning for 1984 213 skadesforsikringsselskaber  
med en årlig bruttopræmiebetaling på 17,8 milliar-  
der kr., og 16 livsforsikringsselskaber med en  
samlet præmiebetaling på 9,1 milliarder kr.

Forsikringsselskaberne er i disse år i fuld gang  
med at udvide omfanget af aktiviteter ud over tra-  
ditionel forsikringsvirksomhed. De store forsik-  
ringskoncerner har oprettet holdingselskaber, der  
står som ejer af de gamle forsikringsselskaber  
plus nye selskaber, der foretager anden form for  
finansiel virksomhed. Danmark er for tiden i fuld  
gang med at få det, der kaldes for finansielle su-  
permarkeder. Forsikringsselskabet Hafnia lagde for  
allerede i maj 1984, og har bl.a. oprettet en  
bank. Der er derfor næppe tvivl om, at forsikrin-  
gsselskaberne i de kommende år fortsat vil øge de-  
res beholdninger af aktier. I tabel 14 vises de  
senere års udvikling.

Tabel 14. Oversigt over forsikringsselskabernes be-  
holdning af aktier og obligationer 78-86

Ultimo	Aktier Obligat. Millioner kr.		Aktier/obligat %
1978	2.483	37.026	6,7 %
1979	2.632	43.979	6,0 %
1980	2.879	51.490	5,6 %
1981	3.381	61.059	5,5 %
1982	4.944	72.099	6,9 %
1983	8.966	90.098	10,0 %
1984	12.618	103.345	12,2 %
1985	13.704	161.927	8,5 %
1986 1.kvartal	17.444	171.426	10,2 %

Der findes ikke oversigter over forsikringsselskabernes aktiebeholdninger fordelt på de enkelte selskaber. Men det er karakteristisk, at forsikringsselskaberne ved deres investeringer koncentrerer sig om finansiell virksomhed.

De største forsikringskoncerner er Hafnia, Baltica, PFA, Statsanstalten for Livsforsikring, Codan, Tryg og Topsikring.

#### PENGEINSTITUTTERNE

Sparekassernes historie går helt tilbage til 1810, mens bankernes historie startede 36 år senere. Der er i dag 80 banker og 97 sparekasser. De tre største banker er Den Danske Bank, Handelsbanken og Privatbanken, mens SDS og Bikuben er de to største sparekasser.

Pengeinstitutterne koncentrerer sig først og fremmest om ind- og udlånsvirksomhed, og må i disse år konkurrere med de andre finansielle virksomheder. Realkreditinstitutterne ( obligationsudstedelse ) har således udvidet deres långivning kraftigt i de sidste par år, herunder udlånet til erhvervsvirksomheder. Samtidig har forsikringsselskaberne øget deres udlån til finansiering af bl.a. biler og andet privatforbrug. Med henblik på at holde markedsandelen indenfor långivningsmarkedet har pengeinstitutterne måtte tilbyde nye låneformer med samme karaktertræk som obligationslån. ( fast rente, pant i fast ejendom, lang løbetid ).

Pengeinstitutterne er ved deres aktieinvesteringer stort set alene interesseret i finansiell virksomhed, herunder at oprette datterselskaber i udlandet og gennemføre fusioner med andre pengeinstitutter. I tabel 15 vises de senere års udvikling i beholdningen af aktier og obligationer for pengeinstitutterne.

Tabel 15. Oversigt over pengeinstitutternes beholdning af danske aktier og obligationer 1978-86 .

Ultimo	Aktier millioner kr.	Obligat. millioner kr.	Aktier / obligat. %
1978	2.631	38.920	6,8 %
1979	3.368	41.502	8,1 %
1980	3.763	49.401	7,6 %
1981	4.109	56.497	7,3 %
1982	5.093	71.908	7,1 %
1983	9.809	127.323	7,7 %
1984	10.414	143.240	7,3 %
1985	11.782	164.454	7,2 %
1986 1.kvartal	15.172	182.343	8,3 %

Ligesom for pensionskasserne og forsikringselskaberne, findes der ikke oversigter over fordelingen af pengeinstitutternes aktiebeholdning på de enkelte selskaber.

#### UDLANDET

Udlandet ejer aktiemajoriteten i 17 af de 100 største danske koncerner og 13 af de 231 børsnoterede selskaber. Det er altsammen "gamle kendinge" såsom olieselskaberne, IBM, Korn- og Foderstof Kompagniet og Ford Motor Co. Der har ikke i de senere år været væsentlige overtagelser af danske selskaber.

Danmarks medlemsskab af EF fra den 1.januar 1983 har ikke haft nogen påviselig betydning for ejerstrukturen i Danmark. De senere års liberalisering af kapitalbevægelserne mellem Danmark og udlandet har til gengæld øget omfanget af handelen med vær-

dipapirer. Danmark er i dag i meget høj grad integreret i hele det vestlige kapitalmarked.

Efter Danmarks indtræden i EF blev udlandets adgang til at købe danske børsnoterede aktier liberaliseret fra 1.januar 1973. Af de seneste liberaliseringer kan nævnes, at valutaudlændinge den 1.maj 1983 igen fik adgang til at købe danske kro-neobligationer, og at danskere samme dato fik adgang til at købe alle typer børsnoterede udenland-ske obligationer. Endvidere at danskerne fra 1.ja-nuar 1984 fik adgang til frit at erhverve børsno-terede udenlandske aktier.

Tabel 16. Oversigt over nettosalg ( + ) og netto-køb ( - ) af visse værdipapirer til/fra udlandet 1971-85

(millio- ner kr.)	Danske		Udenlandske	
	obligat.	aktier	obligat.	aktier
1971	39	- 4	?	?
1972	337	-10	?	?
1973	204	344	?	?
1974	27	-122	?	?
1975	86	- 93	-113	4
1976	333	-186	- 58	-17
1977	1.336	-122	- 37	4
1978	2.370	- 60	-279	1
1979	3.094	- 16	- 52	16
1980	- 861	557	- 89	23
1981	- 198	871	-220	96
1982	- 571	254	-1.232	444
1983	2.928	936	- 366	-223
1984	9.327	-278	- 209	-1.298
1985	17.410	-507	- 427	-2.912

Medlemsskabet af EF har haft stor betydning for de regler, der gælder for handel med værdipapirer på den danske Fondsbørs. Under et har EF-direktiverne på børsområdet strammet retstilstanden. Det gælder f.eks. de 4 bekendtgørelser, der indførtes i 1983 vedrørende bl.a. kravene til det prospekt, der skal offentliggøres, inden værdipapirer kan optages til officiel notering på Københavns Fondsbørs. Alle fire bekendtgørelser ( Nr.525-528 af 10.november 1983) var en følge af 3 børsretlige EF-direktiver.

## V. EJERSTRUKTURENS BETYDNING FOR ERHVERVSLIVETS UDVIKLING

---

### PROFESIONELLE LEDERE OG ANONYM EJERKAPITAL

---

Ejerstrukturen i dansk erhvervsliv kan kort karakteriseres således. Så længe virksomhederne er små, er ejeren og lederen den samme person. I takt med at virksomhederne vokser sig store, erstattes iværksætterne gradvis af professionelle ledere, der administrerer en mere eller mindre anonym ejerkapitals rettigheder.

Magten i virksomhederne ligger formelt i bestyrelsen og i praksis i et delingsforhold mellem bestyrelse og direktion. Det karakteristiske ved næsten alle beslutningstagere i dansk erhvervsliv er at de stort set ikke ejer noget som helst i de virksomheder, de leder.

Bestyrelsesmedlemmerne i en privat fond ejer pr. definition ikke en øre i den fond, hvis kapital, bestyrelsen administrerer. I virksomheder, hvor aktiekapitalen er spredt, ejer bestyrelsesmedlemmerne allerhøjst små andele af den samlede ejerkapital. De institutionelle investorers store kapital administreres af professionelle ledere og ikke af pensionskassemedlemmerne eller forsikringstagerne.

### IDEER OG FORRENTNING

---

For at erhvervslivet skal klare sig i fremtiden, stilles der to krav: 1) Ideer 2) Overskud. Så længe det er iværksætteren, der ejer og leder virksomheden, er der en idemand, og en person, der er personligt interesseret i, at virksomheden gi-

ver overskud.

Den store udfordring for erhvervslivet i dag er at sikre, at der kan skabes ideer og overskud uden iværksætternes hjælp. Mange af Danmarks store virksomheder har klaret sig rigtig dårligt, efter at iværksætterne er forsvundet. Andre virksomheder har formået at klare udfordringen.

Nøgleordene i denne problemstilling er forskning og udvikling, motiverede og interesserede medarbejdere og ledere, overskudsdeling og medarbejderaktier samt en kritisk og saglig presse.

ver overgittes til den offentlige forvaltning, og den offentlige forvaltning har den ret til at gøre brug af dem til den offentlige forvaltning.

Den store undersøgelse for risikoforsikring i Danmark er af stor betydning for den offentlige forvaltning, og den offentlige forvaltning har den ret til at gøre brug af den til den offentlige forvaltning.

Den offentlige forvaltning har den ret til at gøre brug af den til den offentlige forvaltning, og den offentlige forvaltning har den ret til at gøre brug af den til den offentlige forvaltning.

Den offentlige forvaltning har den ret til at gøre brug af den til den offentlige forvaltning, og den offentlige forvaltning har den ret til at gøre brug af den til den offentlige forvaltning.

Den offentlige forvaltning har den ret til at gøre brug af den til den offentlige forvaltning, og den offentlige forvaltning har den ret til at gøre brug af den til den offentlige forvaltning.

Den offentlige forvaltning har den ret til at gøre brug af den til den offentlige forvaltning, og den offentlige forvaltning har den ret til at gøre brug af den til den offentlige forvaltning.

Den offentlige forvaltning har den ret til at gøre brug af den til den offentlige forvaltning, og den offentlige forvaltning har den ret til at gøre brug af den til den offentlige forvaltning.

Den offentlige forvaltning har den ret til at gøre brug af den til den offentlige forvaltning, og den offentlige forvaltning har den ret til at gøre brug af den til den offentlige forvaltning.

Den offentlige forvaltning

Den offentlige forvaltning har den ret til at gøre brug af den til den offentlige forvaltning, og den offentlige forvaltning har den ret til at gøre brug af den til den offentlige forvaltning.

Den offentlige forvaltning har den ret til at gøre brug af den til den offentlige forvaltning, og den offentlige forvaltning har den ret til at gøre brug af den til den offentlige forvaltning.

## Bilaga 11

Kapitalmarknader och ägarförhållanden  
i Finlands näringsliv  
av *Pekka Spolander*

Bücher

Kapitalmarkt und Kapitalstruktur  
i. F. Fama und M. Blume  
an der University of Chicago

## Innehåll

<i>Inledning</i> .....	121
1. <i>En beskrivning av kapitalmarknaderna i Finland</i> .....	122
1.1 Institutioner .....	122
1.2 Aktuella förändringar i skattelagstiftningen och deras betydelse .....	125
1.3 Företagens finansiella struktur, förnyelsebehoven och förändringar i investeringsstrukturen .....	127
2. <i>Aktiemarknaderna i Finland</i> .....	131
2.1 Institutioner .....	131
2.2 Utvecklingen av omsättning och kursnivå på börsen .....	133
2.3 Börsens betydelse i fråga om finansiering .....	134
2.4 Lagstiftning och aktiemarknader .....	136
3. <i>Ägostrukturen i Finskt näringsliv</i> .....	140
3.1 Allmän beskrivning av det finska näringslivet .....	140
3.1.1 Industri och handel .....	141
3.1.2 Banker och försäkringsbolag .....	142
4. <i>Ägostrukturen inom börsbolagen</i> .....	143
4.1 Olika ägargrupper och deras betydelse .....	143
4.2 Företagsköp .....	150
4.3 OTC-marknader och mäklarlistan .....	151
5. <i>Ägostrukturen i övriga företag</i> .....	152
5.1 Ägostrukturen i stora företag .....	152
5.2 Familje- och släktbolag .....	153
5.3 Andelslag och företag ägda av dem .....	153
5.4 Företag ägda av utlänningar .....	154
5.5 Statsbolagen och deras betydelse .....	155
5.6 Statens och kommunernas affärsföretag .....	158
5.7 Andra synpunkter om ägandet .....	158
6. <i>Sammanfattning</i> .....	160
<i>Referenser</i> .....	162



## INLEDNING

Man har hos oss i Finland härtills ägnat företagssektorns ägarförhållanden ganska liten uppmärksamhet. Det har också därför lett till, att det inte finns någon egentlig klar uppfattning om ägostrukturen av företagen. Inresset för saken har dock ökat under 1980-talet då näringslivet och kapitalmarknaderna i Finland undergått en snabb förändring.

Vi börjar rapporten med en kort beskrivning av kapitalmarknaderna. I Finland har vi småningom övergått från ett bankorienterat och reglerat till ett mera marknadsorienterat finansiellt system. De finska kapitalmarknaderna och de viktigaste institutionerna - bankerna, försäkringsinstituten och börsen - och deras speciella funktion presenteras i kapitel 2 och 3, där också lagstiftningens huvudlinjer angående kapital- och aktiemarknader diskuteras.

Kapitel 3 beskriver det finska näringslivet och strukturen i dess helhet. I kapitel 4 och 5 granskas ägarförhållanden i finska företag. De bästa statistiska uppgifterna får vi om börsbolag, då det däremot inte finns någon exakt information om övriga företag. Uppgifterna måste samlas ihop från olika källor och en del av dem är rätt föråldrade. Trots problemen hoppas vi att rapporten ger en viss information om ägarförhållandena i Finland.

## 1. EN BESKRIVNING AV KAPITALMARKNADERNA I FINLAND

## 1.1. Institutioner

Det finns några för de finska kapitalmarknaderna typiska drag, som här bör framhållas. För det första kan man konstatera att bankernas roll varit mycket central. Bankerna har förmedlat den största delen av de krediter som näringslivet behöver. För det andra har räntenivån varit reglerad, vilket ofta har lett till låg realränta och en överefterfrågan på krediter. Finlands Bank har dock småningom gett ifrån sig kontrollen av räntorna och sommaren 1986 fick bankerna frihet att själv bestämma den genomsnittliga räntan på sin utlåning.

Banksektorn består av några riksomfattande banker och av något över 600 lokala spar- och andelsbanker. De sex affärsbankerna har möjlighet att låna från Finlands Bank. De lokala spar- och andelsbankerna har sina egna affärsbanker. Antalet kontor i Finland är för närvarande över 3 500, vilket i proportion till befolkningen ger ett mycket högt tal. Det finns också tre utländska banker, men deras betydelse är ganska liten. De utländska bankerna har nämligen inte privatpersoner som kunder. Tabell 1 ger information om de olika bankgrupperna.

Tabell 1. Depositionsbankerna i Finland per 31.12.1985

Bankgrupper	Antalet banker	Antalet kontor	Personal	Balans (mrd.mk)
Affärsbanker	10 <sup>1)</sup>	967	17 700	176.1
Sparbanker	254	1316	10 500	52.4
Andelsbanker	370	1224	8 900	47.6
Postbanken	1	48	4 800	36.0

Källa: Bankföreningen

1) Helsingfors Aktiebank är fusionerad med Föreningsbanken i Finland från och med den 1.12.1986.

Endast två av affärsbankerna har ett kontorsnät som omfattar hela landet. Dessa bankers viktigaste kundgrupper består av företag och hushåll. Hushållens andel är en fjärdedel och företagens andel hälften av de totala krediterna. Affärsbankerna har också utvidgat sin internationella verksamhet mycket snabbt. De övriga affärsbankernas - spar- och andelsbankernas centralbanker - viktigaste uppgift är att sörja för delägarbankernas betalningsberedskap.

Sparbankerna och andelsbankerna är lokala banker som grundats för att sörja för de lokala företagens och hushållens bankbehov. Antalet sparbanker och andelsbanker har minskat under åren i och med att många små banker fusionerats. Hushållens betydelse för dessa banker är ganska stor; omkring hälften av krediterna har nämligen beviljats hushållen. Andelsbankerna har också nära kontakter med andelsverksamheten och speciellt med verksamheten inom jordbruket.

Postbanken som ägs av staten har 48 egna kontor. Cirka 3200 postanstalter sköter därutöver flera av Postbankens uppgifter, såsom t. ex. statens kassatillgångar och betalningar. Postbankens övriga verksamhet är i stort sett likadan som affärsbankernas, och näringslivets andel av Postbankens krediter är inemot 50 procent.

Alla banker godkänner samtliga typer av depositioner, på vilka de betalar samma ränta. Denna kartell garanterar att depositionsräntan inte blir beskattad. Skattefriheten av räntorna förutsätter enligt skattelag, att åtminstone två banker har samma kontoform med lika hög ränta. Detta lag och avtal är i kraft till utgången av år 1988. Det är dock osäkert huruvida avtalet kommer att förlängas. Kartellen har visat sig ha många negativa effekter. Den minskar konkurrensen mellan bankerna och hindrar en gynnsam utvecklingen av aktie- och obligationmarknaderna.

Räntorna på krediter har uppvisat en ganska liten variation, som en följd av att Finlands Bank reglerat räntorna. Under sommaren 1986 fick bankerna dock frihet att själv fastställa sina räntor för ny utlåning. Realräntan har ofta varit negativ då inflationen varit snabb, och detta har lett till en kraftig ökning av efterfrågan på krediter. Under 1980-talet har situationen dock förändrats. Många banker har grundat finansieringsbolag, som förmedlat s.k. marknadspengar. Räntenivån för dessa krediter har inte varit reglerad. För tillfället är alltså endast depositionsräntorna reglerade.

Också vissa andra institutioner än bankerna fyller en viktig funktion på kreditmarknaderna, och speciellt i samband med förmedling av långfristigt kapital. Arbetstagarnas obligatoriska pensionsystem har gett försäkringsbolag och andra pensionsfonder möjligheter att förmedla kredit. Försäkringsbolagens roll speciellt vid finansiering av näringslivet är viktig (Figur 1). De övriga finansieringsinstituten i figuren består av hypoteksbanker, statens finansieringsinstitut, såsom Utvecklingsområdesfonden Ab osv. och ovannämnda finansieringsbolag av typ factoring- och leasingbolag, kreditkortbolag osv.

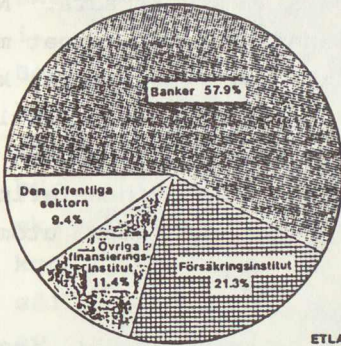
Under 1980-talet har man grundat många utvecklingsbolag; det första, Sponsor Ab, grundades redan år 1967. I dag finns det omkring 20 olika utvecklingsbolag vart och ett med sitt verksamhetsområde. En del av dem har grundats av staten och kommunerna, en del av banker och andra företag. Det finns för närvarande bara ett s.k. venture capital bolag i Finland, men det förblir knappast det enda. Denna sektor på de finska kapitalmarknaderna är ganska ny men i snabb utveckling.<sup>1)</sup>

---

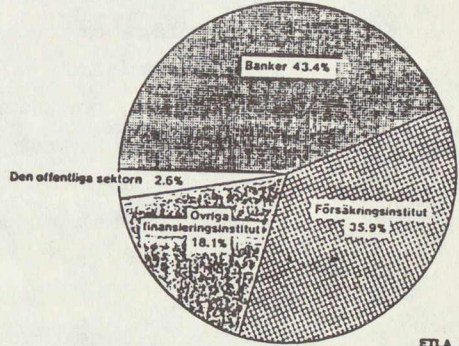
1) Se t. ex. "Financial Markets in Finland". Special issue of the Bank of Finland Monthly Bulletin 1986.

**Figur 1.** Utestående inhemska krediter enligt kreditanstalter per 31.12. 1985.

Krediter förmedlade till hushåll och företag      Krediter till företag



ETLA



ETLA

- 1) Krediter beviljade av Finlands Bank har ej medtagits i figuren

Källa: Statistikcentralen, kreditbeståndet

### 1.2. Aktuella förändringar i skattelagstiftningen och deras betydelse

Såsom redan tidigare antydde, har Finland genomgått en del förändringar på kapitalmarknaderna. Den viktigaste förändringen har otvivelaktigt varit den, att regleringen har minskat under 1980-talet. Utvecklingstrenden började då företag med bra likviditet började låna ut pengar åt andra företag. Räntan bestämdes på basen av utbud och efterfrågan. Bankerna hade till en början ingen egentlig roll vid kreditförmedlingen, men började småningom också förmedla s.k. grå pengar vid sina notariatavdelningar. Denna utveckling har sedan lett till grundandet av många finansieringsbolag.

Affärsbankernas möjligheter att skaffa pengar har också förändrats och framför allt förbättrats. Tidigare hade varje affärsbank sin egen kvot i Finlands Bank, enligt vilken banken kunde låna pengar från centralbanken enligt en fastställd grundränta. Om upplåningen överskred kvoten, måste banken betala straffränta. Numera har systemet förändrats. Finlands Bank har öppnat marknaderna för dagskrediter, i vilka affärsbankerna kan delta. Centralbanken bestämmer räntan för in- och utlåning och systemet med kvoter har avskaffats. Räntan på dessa marknader påverkar i sin tur finansieringsbolagens låneräntor. Bankers möjligheter att låna utomlands har också förbättrats.

På det hela taget kan man säga, att vi istället för reglering och ett system med olika kvoter, har fått en marknad med fria räntor där marknadskrafterna bestämmer räntenivån. I stället för en konkurrens med service, har bankerna i högre grad börjat konkurrera med varandra med tillhjälp av räntor. Konkurrensen har dock ännu inte utsträckts till att gälla depositionsräntorna.

På obligationsmarknaden har statsobligationernas betydelse varit utslagsgivande. Statsobligationerna är båda i frågan om ränta och kapital skattefria för personer och dödsbon, och räntorna har gett bra intäkter. Också obligationer, emitterade av t. ex. hypoteksbanker och -inrättningar, kan på anhållan bli skattefria. Deras betydelse har dock varit ganska liten. Debenturer och andra masskuldebrevslån är skattepliktiga. Dylåna lån förmedlades utomlands i större omfattning före det Finlands Bank stoppade handeln med dem sommaren 1985. Utländska placerare var intresserade av dessa låns internationellt sett höga och fasta räntor.

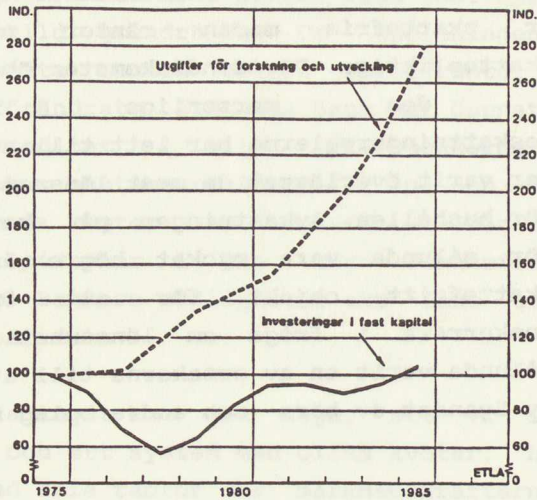
Skattelagstiftningen utgör en viktig faktor på de finska kapitalmarknaderna. Därför presenteras här huvudlinjerna av skattelagstiftning beträffande kapitalinkomster.

Räntorna på bankdepositioner är vanligen skattefria. Villkoret för skattefriheten är att åtminstone två bankgrupper offererar depositionskonton på likadana villkor och till samma ränta. Också räntor på statsobligationer är skattefria medan räntor på debenturer är skattepliktiga. Dividendinkomster över 3 800 mk beskattas i den personliga inkomstbeskattningen. Beskattningsreglerna har lett till att statsobligationer har varit överlägset de mest lönsamma placeringsobjekten för hushållen. Avkastningen på skattepliktig placering bör sålunda vara mycket högre än avkastningen på skattefritt objekt för att överhuvudtaget kunna konkurrera i fråga om lönsamhet. Beskattningen har sålunda varit en av orsakerna till att hushållens andel av ägandet av börs- och andra bolag minskat.

### 1.3. Företagens finansiella struktur, förnyelsebehoven och förändringar i investeringsstrukturen

Skogsindustrin hade länge en central roll inom industrin i Finland. Under de två senaste decennierna har industrin genomgått en betydande strukturomvandling och av de stora industribranscherna metall- och verkstadsindustrin har fått en lika stor betydelse som skogsindustrin. I dag har många traditionella industribranscherna stora svårigheter och de är i behov av rationalisering. Många företag strävar till att utveckla sin verksamhet i en riktning som möjliggör utnyttjande av kunnande. Finska företag kan vanligen inte konkurrera i fråga om massproduktion, och därför tenderar man att specialisera sig på vissa speciella områden. Investeringarna i forskning och utveckling, som vanligen inte omedelbart påverkar vinsten, har snabbt ökat (Figur 2). Denna utveckling har lett till det, att behovet av nytt riskkapital har ökat avsevärt.

**Figur 2.** Utgifter för forskning och utveckling och investeringar i fast kapital åren 1975 - 84 i fasta priser (1975=100)



Källa: Ylä-Anttila (1986)

Omställningarna och förnyelsen av produktionsmaskineriet kräver stora investeringar. Man har bl. a. diskuterat om, huruvida finska företag har möjligheter att klara av en sådan större satsning. Problemet ligger nämligen i företagets finansieringsstruktur, som för tillfället är ganska ofördelaktig (Tabell 2). Industrin har stora skulder och räntekostnaderna har märkbart ökat.

**Tabell 2.** Industrins skuldsättningsgrad åren 1970 - 84 (skulder/eget kapital)

	$e_1$	$e_2$	$e_3$
1970	1.15	2.24	2.73
1971	1.30	2.42	2.93
1972	1.35	2.51	2.99
1973	1.36	2.44	2.70
1974	1.32	2.63	3.35
1975	1.43	3.00	4.02
1976	1.54	3.11	4.10
1977	1.55	3.15	4.15
1978	1.63	3.20	4.10
1979	1.45	2.89	4.01
1980	1.47	3.02	4.30
1981	1.55	3.30	4.45
1982	1.62	3.45	4.70
1983	1.50	3.35	4.26
1984	-	-	4.10

Källa: Koskenkylä (1986)

Skuldsättningsgraden  $e_3$  i tabellen har beräknats direkt på basen av bokföringsvärden. Vid beräkning av  $e_1$  och  $e_2$  har använts en teknisk-ekonomisk avskrivningskoefficient, och anläggningstillgångarna har värderats till deras återanskaffningspris. Omsättningstillgångarnas

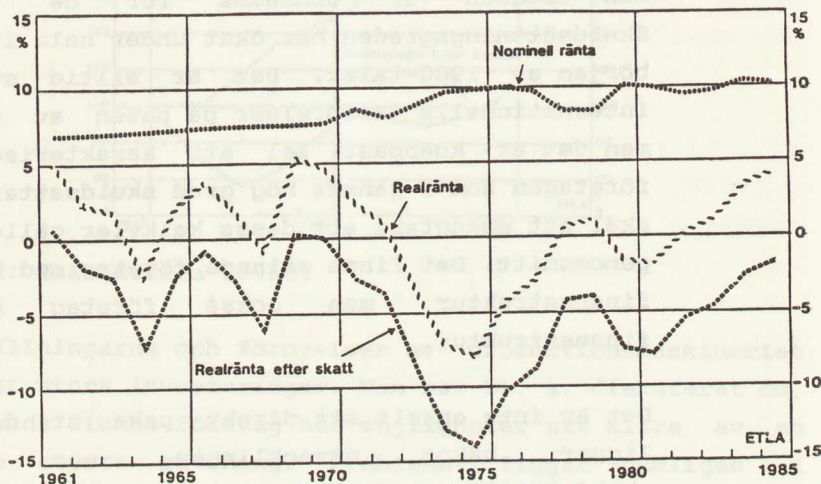
undervärdering har också korrigerats. Vid beräkning av grad  $e_2$  har antagits, att hälften av de dolda reserverna utgör skatteskuld. Vid beräkning av  $e_1$  har alla dolda reserver inkluderats i det egna kapitalet. Nivån av skuldsättningsgraden är olik beroende på mätningsteknik, men trenden är densamma för de tre serierna. Skuldsättningsgraden har ökat under hela 1970-talet och i början av 1980-talet. Det är alltid svårt att göra internationella jämförelser på basen av dessa begrepp, men det är knappast fel att karakterisera de finska företagen som i ganska hög grad skuldsatta. Det är dock skäl att poängtera att dessa kalkyler gäller företagen i genomsnitt. Det finns sålunda företag med betydligt sämre finansstruktur, men också företag med en sund finansstruktur.

Det är inte enkelt att direkt peka ut de orsaker som ligger bakom utvecklingen, men ökningen av skuldsättningsgraden har ett nära samband med utvecklingen på kapitalmarknaderna och skattelagstiftningen. De nominella räntorna är helt avdragsbara i beskattningen, medan bara 60 % av dividenderna är avdragsgilla. Då inflationen i Finland under hela 1970-talet varit snabb, har den reala räntan i regel varit negativ.

Företagen har knappast alls betalat någon realränta efter skatt under åren 1961 - 85 (Figur 3). Den nominella räntan har dock ökat en aning under denna period, men inte i samma takt som inflationen. Denna situation har lett till ökad användning av krediter i stället för inkomstfinansiering och aktiefinansiering. Företagen har dessutom haft tillgång till krediter trots kreditreglering och regleringen har sålunda i högre grad

påverkat hushållens kreditmöjligheter. Företagen har sålunda klart utnyttjat möjligheterna till skuldfinansiering under perioden med inflation. Situationen har först under de två eller tre senaste åren förändrats. Det är sannolikt att många företag kommer att ha det svårt att lösa sina skuldproblem då realräntan i dagens läge är hög.

Figur 3. Nominell ränta, realränta och realränta efter skatt i den finska industrin åren 1961 - 85.



Nominell ränta = Bankernas genomsnittliga utlåningsränta  
 Real ränta = nominell ränta - ändringen i konsumentpris-index

Den höga realräntan har lett till ökad finansinvestering. Många företag har inte investerat i ny produktionskapacitet utan i stället deponerat sina kassareserver på marknaderna för s.k. korta pengar. Delvis kan utvecklingen också bero på förändringen i investeringsstruktur. Behovet av basinvesteringar i Finland är inte mera så stort, eftersom bl. a. investeringarna i infrastruktur knappast ökar i framtiden i samma grad som tidigare. Internationellt sett är finansbusinessen, dvs. att köpa och sälja pengar, en sektor i tillväxt.

## 2. AKTIEMARKNADERNA I FINLAND

### 2.1. Institutioner

Aktiebörsen i Finland, Helsingfors Fondbörs, grundades år 1912. Ända fram till år 1984 följde börsverksamheten inga bestämda regler. Det fanns bara börskommitten, som inte hade någon juridisk ställning. Den 17 oktober 1984 grundades andelslaget "Helsingfors Fondbörs", och börsen fick ett förvaltningsråd och en styrelse. Som börsmedlem godkänns värdepappersförmedlande samfund, börsbolag, organisation representerande näringslivet eller något annat samfund, som främjar börsens verksamhet eller värdepapperssparandet. I slutet av år 1985 hade börsen 49 medlemmar av vilka 20 var förmedlare. Börsen fick också nya regler under namnet "Reglementet för Helsingfors Fondbörs". Reglementet trädde i kraft från början av år 1986, men delvis redan på hösten 1985. Det nya reglementet var nödvändigt för börsens utveckling, då de gamla reglerna var otillräckliga. Den mest betydande förbättringen var kanske uppsättningen av börsetiska normer. Börsen fick samtidigt ett nytt rådgivande organ, börsens etiska nämnd. Det är dock skäl att påpeka, att det inte ännu finns någon lagstiftning gällande börsen. Det är troligt, att en sådan lagstiftning blir nödvändig inom de närmaste åren.

I slutet av oktober 1986 noterades på den egentliga börslistan 99 aktieserier omfattande 50 bolag. Många bolag har flera aktieserier, vanligen stamaktieserien (ofta A, K eller I) med flera röster och preferensaktieserien (B, II) med nedsatt rösttal. Båda serierna har ofta både fria aktier, som också utländska medborgare eller bolag kan äga, och bundna aktier. Ett bolag kan alltså ha fyra olika aktieserier. Sådana här bolag är till exempel Fiskars, Huhtamäki, Nokia och Wärtsilä. Det finns för närvarande också ett antal bolag med bara en bunden aktieserie, t. ex. Ålandsbanken, Effoa och Lassila & Tikanoja. Det finns tre utländska

aktieserie: AGA Ab, ASEA Ab och Beijerinvest Ab. De två sistnämnda bolag introducerades på börsen i november och i december i år.

För att få sina aktier noterade på den egentliga börslistan, måste bolaget uppfylla följande krav. Bolagets aktiekapital måste vara minst 5 miljoner mark och det egna kapitalet minst 10 miljoner mark. Aktieserien kan inte förbehållas inlösningsrätt. Varje serie måste ha minst 700 ägare och en ägare kan inte inneha över 80 % av antalet röster i bolaget. Dessa bestämmelser har lett till att en del bolag inte har sina stamaktieserier noterade på börsen (såsom t. ex. Kone, Amer och bankernas finansierings- och placeringsbolag).

Förutom den egentliga börslistan finns det OTC-listan och mäklarlistan. OTC-listan lanserades i slutet av år 1984. I oktober 1986 noterades aktier av sju bolag på OTC-listan. Den har utarbetats speciellt för små och medelstora bolag och ställer därför lindrigare krav på bolaget än den egentliga börslistan skulle förutsätta: aktiekapitalet bör vara minst 1 miljon och det egna kapitalet minst 2 miljoner mark; antalet ägare bör vara minst 200. Ett bolag på OTC-listan måste göra ett s.k. "Market making"-avtal med en förmedlare. Detta avtal garanterar, att en placering är likvid och att placeraren kan sälja sina aktier när helst han vill. Trots detta har utvecklingen av OTC-listan kanske varit en besvikelse. Antalet bolag på listan är litet, och intresset för OTC-marknaden har varit ganska lamt. I många andra länder har OTC-marknaderna utvecklats snabbt och blivit ett verkligt alternativ till den egentliga börslistan.

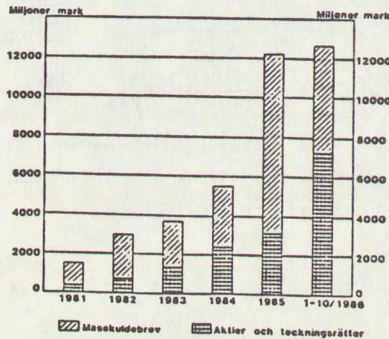
Mäklarlistan har en ganska inofficiell status. Den sköts av förmedlare, och inga bestämda krav ställs på aktieserierna. Förmedlare kan uppta ett bolag på listan om det finns tillräckligt med intresse för dess aktier. Huruvida bolaget självt vill bli noterat eller inte, har ingen betydelse. Kurser noteras bara en gång i vecka, och

placeringarna är inte nödvändigtvis likvida. Den som placerar i aktier på mäklarlistan, tar en större risk, än den som placerar på den egentliga börslistan eller OTC-listan. Intresset för mäklarlistan har dock varit ganska stort, och 35 bolags aktier noteras vid mäklarlistan.

## 2.2. Utvecklingen av omsättning och kursnivå på börsen

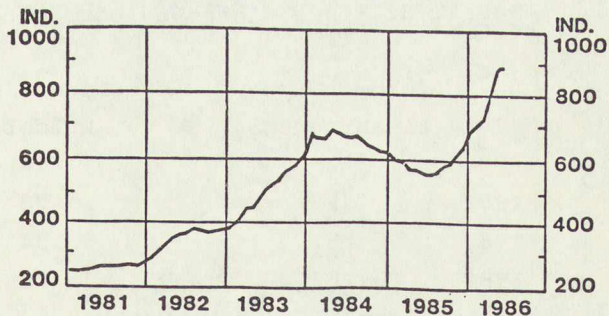
Under 1980-talet har utvecklingen vid Helsingfors Fondbörs varit snabb. Börsomsättningen har ökat varje år och aktieindex har stigit hela tiden från början av 1981 utom under en ett års period 1984/85, då indexet sjönk en aning (Figur 4 och 5).

Figur 4. Börsens omsättning åren 1981 - 86



Källa: Helsingfors Fondbörs

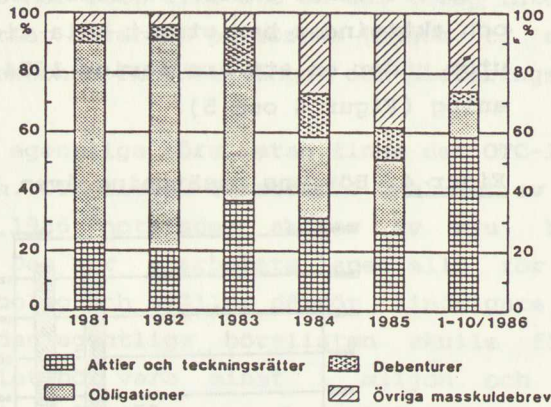
Figur 5. Aktieindexets utveckling åren 1981 - 86, KOP:s generalindex (1970/I=100)



Källa: Kansallis-Osake-Pankki

Totalomsättning på börsen har ökat snabbare än omsättningen av aktier och teckningsrätter. Detta beror på det stora intresset för masskuldebrev. Speciellt de utländska placerarna var mycket intresserade av finska masskuldebrev ända fram till juni 1985 då Finlands Bank begränsade handeln. Sedan dess har aktier och teckningsrätter haft en ledande position i börsomsättningen. Börshandelns struktur har i år betydligt förändrats (Figur 6).

Figur 6. Börsomsättningens struktur åren 1981 - 86



Källa: Helsingfors Fondbörs.

### 2.3. Börsens betydelse i fråga om finansiering

Eftersom antalet börsbolag är litet, är det klart att börsens betydelse i fråga om finansiering inte kan vara alltför stor. Tabell 3 ger information om börsbolagens olika finansieringskällor.

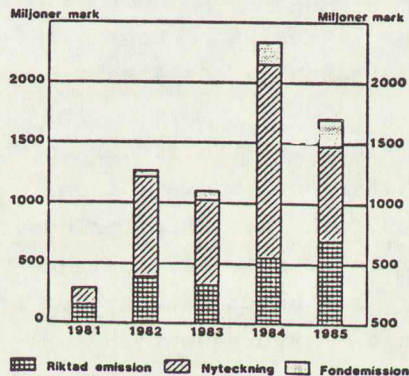
Tabell 3. Fördelningen av börsbolagens olika finansieringskällor (%)

	Inkomst- finansiering	Långfristiga skulder	Ökning av aktiekapital
1981	25	74	1
1982	22	73	6
1983	57	34	9
1984	60	28	12

Källa: Kansallis-Osake-Pankki

Eftersom granskningen här gäller bara en relativt kort period, är det nödvändigt att vara försiktig med att dra slutsatser på basen av siffrorna i tabellen. Utvecklingen verkar i alla fall ha varit bra. Inkomstfinansieringens andel har ökat märkbart, och skuldernas andel har motsvarande minskat. Aktiekapitalets andel har ökat från en procent till 12 procent. Det finns stora skillnader mellan börsbolagen, vilket betyder, att siffrorna inte nödvändigtvis karakteriserar ett genomsnittsbolag. Man bör också komma ihåg, att de båda stora affärsbankerna hade sina emissioner år 1984, vilket märkbart ökat aktiekapitalets andel. Det torde också vara klart, att skuldsättningsproblemet, som redan tidigare diskuterades, inte kan lösas på en kort tid. Aktieemissionerna under åren 1981 - 85 kan ses i figur 7.

Figur 7. Börsbolagens aktieemissioner perioden 1981 - 85



Källa: Helsingfors Fondbörs

I början av år 1986 har ytterst få bolag haft emissioner, trots att situationen varit gynnsam. Bristen på emissioner och den stora efterfrågan på värdepapper har yttermera bidragit till att kursnivån stigit. Mot slutet av år 1986 har antalet emissioner dock något ökat.

Den höga kursnivån ger ett bolag i allmänhet möjligheter till emissionvinster, som kan vara t.o.m. ganska betydande. Många bolag har erhållit stora emissionvinster

genom aktieemissioner som riktats utomlands. År 1984 höjdes t. ex. aktiekapitalet genom sådana riktade emissioner endast 84 miljoner mark, medan emissionsvinsterna samtidigt var 551 miljoner mark. Gamla aktieägare har i några fall varit kritiskt inställda till riktade emissioner, trots att företaget härigenom erhållit gratis finansiering.

#### 2.4. Lagstiftning och aktiemarknader

Det är allmänt känt, att beskattningen utgör ett hinder för utvecklingen av aktiesparandet. I synnerhet har man fäst uppmärksamhet vid de stora skillnaderna i skattekillen för olika typer av investeringar och finansieringsformer. Nivån av kapitalinkomstbeskattningen förefaller att vara lägre i Finland än i Sverige men oenhetligheten större. Detta beror bl. a. på att de skattefria depositionerna och statsobligationerna höjer hushållens avkastningskrav i fråga om andra placeringsalternativ (Se Airaksinen 1986).

I Finland finns det tre former av beskattning, som här bör diskuteras: beskattningen av dividender, av förmögenhet och av försäljningsvinster. Skatten på dividender betalas av både bolaget och aktieägare. För bolaget är, med några undantag, i allmänhet 60 % av dividenderna avdragsbara. I den personliga inkomstbeskattningen utgör dividenderna skattefria inkomst upp till ett belopp om 3 800 mk. Dividender överstigande denna gräns beskattas som övriga personliga inkomster.

I förmögenhetsbeskattningen är förmögenhet upp till 800 000 mk skattefria för personer och dödsbon, medan företagen är befriade från förmögenhetsskatt. Beskattningsvärdet för aktier, som noteras på den egentliga börslistan, är deras gängse värde, dvs. det värde som noteras under årets sista börsdag. Beskattningsvärdet för de aktier, som noteras på OTC-listan eller på mäklarlistan, fastställs däremot av

skattestyrelsen. Beskattningsvärdet för dem är mycket lägre än deras gängse värden. Försäljningsvinsterna är alltid skattepliktiga om säljaren har ägt aktierna mindre än fem år. Efter fem år är vinsterna skattefria, om de inte överstiger 1 miljon mark under ett år. För bolaget är 20 % av försäljningsvinsterna alltid skattepliktiga oberoende av hur länge förmögenheten innehafts. Det är skäl att påpeka, att den ovannämnda skisseringen är en förenkling av den ganska komplicerade skattelagstiftningen.

Det är svårt att avgöra vari ligger det största problemet i fråga om beskattning och aktiemarknader. Många anser, att gränsen för skattefria dividender är för låg. Gränsen är dock personlig, vilket betyder att varje familjemedlem kan ha skattefria dividender per år till ett belopp om 3800 mk. Förmögenhetsskatten inverkar troligtvis negativt på ökningen av antalet börsbolag. Att notera aktier på den egentliga börslistan betyder, att deras beskattningsvärde i så fall blir mångfalt högre. Detta kan vara en av orsakerna till att av de 100 största företagen (med undantag av banker och försäkringsbolag) bara 25 har sina aktier noterade på den egentliga börslistan. Om bolaget har många privatpersoner som ägare, är de ofta inte intresserade av att introducera bolagets aktier på börsen.

Beskattningen torde också ha varit en bidragande orsak till att allt fler privatpersoner har grundat holding-bolag för sitt aktieinnehav. Skatt på försäljning av aktier i dess nuvarande form, gör att aktiv handel med värdepapper blir rätt olönsam. För att undgå beskattningen eller göra den lindrigare och samtidigt utnyttja företagsbeskattningsens möjligheter, har många aktiva placerare grundat aktiebolag som driver värdepappershandeln.

Börsen, kapitalinkomster och en total reformering av beskattningen är ett tema, som varit föremål för ivrig

diskussion i Finland under de senaste åren. Allt fler sparare har blivit intresserade av riskbärande placeringsmöjligheter. Det finns trots allt ännu många problem att lösa. Depositionernas skattefrihet har ofta kritiserats, eftersom den utgör ett hinder för konkurrensen mellan bankerna med avseende på depositonsräntor. I anslutning härtill har en totalreform av beskattningen av kapitalinkomster blivit aktuell. Totalreformerna tar dock sin tid att förverkliga. Avsaknaden av lagstiftning beträffande börsens verksamhet har också diskuterats. Många anser bl. a. att ett reglement, utarbetat och kontrollerat av börsen själv, är otillräckligt. Aktiemarknaderna kommer att få genomgå också andra reformer. I en kommitteproposition föreslås, att systemet med aktiebrev skulle slopas och att man i stället skulle införa ADB-baserad registrering och handel. Omregistreringen av aktier skulle enligt förslaget bli obligatorisk. Om vi ännu tar i beaktande behovet att reformera företagsbeskattningen, torde det stå klart, att det finns mycket att göra för att utveckla de kapitalmarknaderna i Finland.

Man har redan i princip fattat beslut om några reformer. I statsförslaget för år 1987 föreslås nämligen en del förändringar i beskattningen. Gränsen för skattefria dividender i den personliga beskattningen stiger till 5 200 mk, och börsaktiernas beskattningsvärde skulle enligt förslaget utgöra 70 % av deras gängse värde. Dessa förändringar syftar till att bl. a. öka hushållens intresse för aktiesparandet. Regeringen kommer därtill att senare avge en proposition till riksdagen med förslag till lag om placeringsfonder. Placeringsfonderna skulle vara en ny form av aktie- och värdepapperssparande. Bankers och försäkringsbolags möjligheter att äga aktier i andra bolag, begränsas enligt en annan proposition. För närvarande kan en bank äga högst 20 %, och ett försäkringsbolag högst 50 % av aktiekapitalet i ett annat bolag. Enligt förslag skulle de nya gränserna bli 10 % respektive 20 %. Det finns också planer på att höja

andelen av ett bolagets aktiekapital i utländsk ägo från nuvarande maximalt 20 % till 40 %.

Det är uppenbart, att samtliga ovannämnda omständigheter - utvecklingen av kapital- och penningmarknaderna, börsens roll, skattelagstiftningen osv. - inverkar på ägarförhållandena inom det finska näringslivet. Eftersom alla dessa frågor är komplicerade, måste man vara försiktig med att dra alltför långtgående slutsatser. Det är högst sannolikt, att reglerna i alla fall - främst beskattningen - inte gynnar hushållens aktieäggande. Detta har varit en av orsakerna till att "aktieägandet institutionaliserats. Denna institutionaliseringsprocess behandlas närmare i följande kapitel.

### 3. ÄGOSTRUKTUREN I FINSKT NÄRINGSLIV

#### 3.1 Allmän beskrivning av det finska näringslivet

Vi måste redan nu bekänna, att detaljerad information om ägarförhållanden finns egentligen bara i fråga om börsbolag. Det är därför nyttigt att först försöka belysa börsbolagens roll i hela det finska näringslivet. Enligt några uppskattningar finns det 110 000 - 130 000 företag i Finland. Av dessa företag var år 1982 omkring 70 000 omsättningsskattskyldiga. Om dem har vi mer information eftersom Statistikcentralen i Finland publicerar statistik om de omsättningsskattskyldiga företagen. De första uppgifterna gäller år 1982. Antalet företag har ökat efter det, men 75 000 torde vara en ganska bra uppskattning.

Statistikens täckning är bra åtminstone för följande näringsgrenar:

- tillverkning
- husbyggnadsverksamhetens sido- och underentreprenader
- varuhandel samt restaurangverksamhet
- uthyrning av maskiner och material
- reparation av hushållsvaror
- tvätteri-verksamhet

Inom andra näringsgrenar är täckningen så pass ofullständig, att uppgifterna om dem inte kan anses representera ifrågavarande näringsgrenar.

De cirka 40 000 - 60 000 företag, som inte är omsättningsskattskyldiga, vet vi ganska litet om. Denna grupp innehåller bl. a.

- cirka 21 000 företag inom trafikverksamhet
- en del av bankerna, försäkrings- och finansieringsinstituten
- olika yrkesutövare: advokater, läkare, konsulter osv.

- byggnadsföretag
- jordbrukare med anställda

### 3.1.1. Industri och handel

Inom kategorin omsättningsskattskyldiga företag är industriföretagen och handelsföretagen de största enhetliga grupperna. Gruppen industriföretag innehöll år 1982 17 130 företag med en totalomsättning om 172 miljarder mark, dvs. med omkring 10 miljoner mark per företag. Personalen var drygt 550 000. Dessa företag kan vi fördela enligt ägartyp och juridisk form (tabell 4 och 5).

Tabell 4. Antal industriföretag enligt ägartyp

Ägartyp	Företag	%	Personal	%
Privat inhemsk Staten	16 938	98.9	459 990	83.3
Kommun	9	0	317	0
Kommunalförbund	1	0	27	0
Andelen utlänningar mellan 20 och 50 %	30	0.2	3 365	0.6
Andelen utlänningar större än 50 %	116	0.7	14 455	2.6

Källa: Statistikcentralen.

Tabell 5. Antal industriföretag enligt juridisk form

Juridisk form	Företag	%	Personal	%
Fysisk person	6 486	37.9	13 774	2.5
Öppet bolag	1 422	8.3	9 232	1.7
Kommanditbolag	3 153	18.4	31 714	5.7
Aktiebolag	5 626	32.8	470 950	85.3
Andelslag	125	0.7	23 452	4.2
Offentligt affärsverk	8	0	1 798	0.3
Annan	310	1.8	1 430	0.3

Källa: Statistikcentralen.

Som vi ser arbetar en stor majoritet av personalen vid aktiebolag ägda av privata inhemska ägare. Staten äger bara några få företag, men de är däremot ganska stora. Dessa företag utövar sin verksamhet inom basindustri. Motsvarande fördelningar i gruppen handelsföretag är i stort sett likadana. Aktiebolagen är den största gruppen enligt omsättning och personal.

Som sagt var, har vi detaljerad information bara om börsbolag. Vi måste därför försöka kartlägga deras betydelse inom hela näringslivet. Tidskriften "Talouselämä" har sammanställt uppgifter om de 300 största företagen i Finland. Listan innehåller företag som reprenterar olika juridiska former och olika näringsgrenar, men den upptar inte banker, försäkrings- eller finansieringsinstitut. Listan har utformats efter omsättning. På listan finns totalt 35 börsbolag vilkas andel i gruppens totala omsättning år 1985 var ca. 29 %. Personalens andel var för börsbolagens del ca. 36 %.

### 3.1.2. Banker och försäkringsbolag

Tre banker och ett försäkringsbolag noteras på börsen. Dessa bankers roll kan närmare granskas genom att använda listan på de 50 största finansieringsinstituten i Finland också den sammanställd av tidskriften "Talouselämä". Listan består av affärsbanker, spar- och andelsbanker, Postbanken och övriga finansieringsinstitut såsom Utvecklingsområdesfonden Ab, Finlands Exportkredit Ab, Nordiska Investeringsbanken osv. Finansieringsvolymen, som kan mätas med balansens summa, fördelar sig på sätt som framgår ur tabell 6.

Tabell 6. Fördelningen av totalbalansen hos de 50 största finansieringsinstituten

Affärsbanker	69.2 % (KOP+FBF 47.9 % +HAB+ÅAB 51.4 %) <sup>1)</sup>
Sparbanker	6.8 %
Andelsbanker	3.9 %
Postbanken	11.2 %
Övriga	8.9 %

1) Affärsbanker noterade på börsen under året 1985. HAB hör numera till FBF.

Källa: Tidskriften "Talouselämä"

Man bör observera, att det inte här är frågan om alla spar- eller andelsbanker, utan bara om de största på listan. I alla fall är de tre på börsen noterade bankernas betydelse mycket stor inom hela finansieringssektorn. Endast ett försäkringsbolag, Pohjola, noteras på börsen. Enligt omsättning var det det största skadeförsäkringsbolaget i Finland år 1985.

#### 4. ÄGOSTRUKTUREN INOM BÖRSBOLAGEN

##### 4.1. Olika ägargrupper och deras betydelse

Kansallis-Osake-Pankki ger ut varje år en publikation om börsbolagen, "Börsbolagen". I den ges information om bolagens ekonomiska situation, framtidsplaner, aktiernas kursutveckling och också uppgifter om ägostrukturen. Vanligtvis finns det en förteckning på de 10 största innehavarna av röster. Uppgifterna om ägostrukturen har för år 1986 kontrollerats upp med bolagens aktieregister. Det uppstår dock vissa problem, eftersom det i Finland inte finns registreringstvång för aktier. Man måste därför vara försiktig då man drar sina slutsatser på basen av dessa uppgifter. Det finns många orsaker, varför placerare inte låter registrera sina aktier. Om man till exempel försöker kapa ett bolag, låter man troligtvis inte registrera sina aktier. Många värdepappershandlare låter också bli att registrera sina aktier, eftersom de säljer dem snabbt.

I tabell 7 är börsbolagen fördelade enligt antalet aktieägare. Börsreglementet kräver att varje aktieserie har minst 700 ägare. Det finns dock några bolag med färre än 700 ägare. De kan dock stå kvar på börslistan, om de redan fanns vid listan, när reglementet trädde i kraft.

Tabell 7. Antalet börsbolag enligt antalet aktieägare

	Antalet bolag	%
< 1 000	5	10.2
1 001 - 5 000	17	34.7
5001 - 15 000	15	30.6
15 001 - 50 000	7	14.3
> 50 000	5	10.2 "

Källa: Börsbolagen

De båda stora affärsbankerna, Kansallis-Osake-Pankki och Föreningsbanken i Finland har var för sig omkring 200 000 ägare. Antalet ägare anger dock inte nödvändigtvis hur koncentrerad ägostrukturen är, eftersom många bolag har flere aktieserier med olika rösträtt.

I tabell 8 har bolagen fördelats i enlighet med andelen av bolagets samtliga röster som innehavs av de 10 största röstinnehavarna. Antalet bolag i tabellen har reducerats till 46 på grund av att nödvändiga uppgifter saknas om de övriga bolagen.

Tabell 8. Antalet börsbolag enligt andelen röster som innehavs av de 10 största röstinnehavarna

	Antalet bolag	%
< 20 %	3	6.5
20 - 50 %	13	28.3
50 - 80 %	16	34.8
> 80 %	14	30.4

Källa: Börsbolagen

De 10 största röstinnehavarna har sålunda över hälften av alla röster i två tredjedelar av bolagen i tabellen. Ägarkoncentrationen kan också återges med tillhjälp av

tabell 9 och 10. Fördelningen gäller i det här fallet den största röstinnehavaren i respektive bolag.

Tabell 9. Fördelningen av börsbolagen enligt den största röstinnehavaren

	Antalet	
	bolag	%
Privatperson	2	4.2
Bank	6	12.5
Försäkringsinstitut	9	18.7
Fond eller förening	8	16.7
Företag	20	41.7
Övriga	3	6.2

Källa: Börsbolagen

Tabell 10. Fördelningen av börsbolagen enligt den största röstinnehavarens andel av bolagets totala röstetal

	Antalet	
	bolag	%
< 5 %	5	10.4
5 - 10 %	9	18.8
10 - 20 %	15	31.2
20 - 50 %	9	18.8
> 50 %	10	20.8

Källa: Börsbolagen

I tabell 11 har bolagen fördelats efter privatpersoners andel av det totala aktiekapitalet. Tabellen 11 anger sålunda inte privatpersoners andel av bolagens totala antal röster, vilken i många fall är mycket mindre på grund av reducerad rösträtt för en del aktieserier.

Tabell 11. Antalet börsbolag enligt privatpersoners andel av det totala aktiekapitalet i respektive bolag

	Antalet bolag	
		%
< 10 %	8	16.3
10 - 20 %	6	12.2
20 - 40 %	17	34.7
40 - 60 %	13	26.6
> 60 %	5	10.2

Källa: Börsbolagen

I tabell 12, som konstruerats på samma sätt, är det frågan om fonders och föreningars, företags samt bankers och försäkringsinstituts andelar av aktiekapitalet. Antalet bolag är inte detsamma i alla tre grupper, vilket beror på att tillräckligt detaljerad information inte kan erhållas om alla bolag.

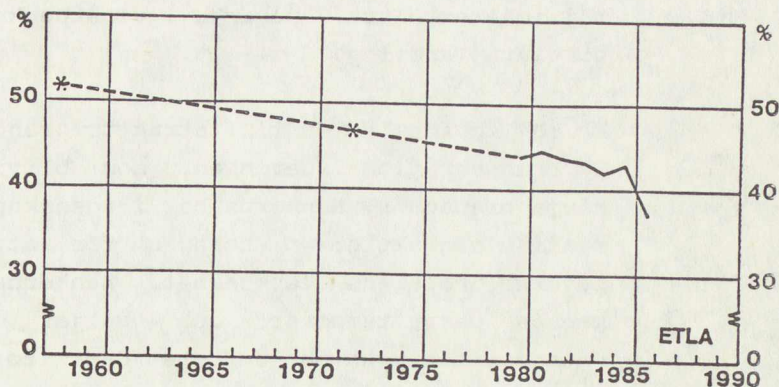
Tabell 12. Antalet bolag och deras fördelning enligt andel av aktiekapital i respektive bolag för olika institutionella ägargrupper

Andel av aktie- kapital	Fonder och föreningar		Företag		Banker och försäkrings- bolag	
	Antalet bolag	%	Antalet bolag	%	Antalet bolag	%
< 10 %	24	49.0	11	26.8	11	26.8
10 - 20 %	10	20.4	7	17.1	14	34.1
20 - 40 %	13	26.5	8	19.5	12	29.3
40 - 60 %	2	4.1	9	22.0	2	4.9
> 60 %	0	0.0	6	14.6	2	4.9

Källa: Börsbolagen

Enligt tabell 12 har fonder och föreningar inte så stor andel i börsbolagen. Företagens roll i ägostrukturen är dock ganska viktig, vilket kan bero på, att alla placerings- och finansieringsbolag på börslistan är dotterbolag till något annat företag. I tabellerna 11 och 12 har ägostrukturen splittrats upp på olika ägargrupper enligt andelarna i varje bolag separat. Tabell 13 visar förändringarna i ägostrukturen mellan privatpersoner och institutioner. Denna problematik har flitigt diskuterats under den senaste tiden.

**Figur 8:** Privatpersoners ägande av börsbolagens aktiekapital åren 1958 - 85 (%)



**Tabell 13.** Privatpersoners och institutioners ägande av börsbolagens aktiekapital åren 1980 - 85 (%)

	31.12.1980		31.12.1981		31.12.1982		31.12.1983		31.12.1984		31.12.1985	
	P	I	P	I	P	I	P	I	P	I	P	I
Affärsbanker och försäkringsbolag	67.1	32.9	67.1	32.9	67.2	32.8	66.0	34.0	61.2	38.8	59.8	40.2
Placerings- och försäkringsbolag	7.5	92.5	7.5	92.5	7.4	92.6	9.2	90.8	13.9	86.1	17.2	82.8
Bolag inom handel och trafik	48.6	51.4	47.8	52.2	50.0	50.0	47.8	52.2	46.7	53.3	43.5	56.5
Industribolag	37.7	62.3	37.9	62.1	34.9	65.1	31.9	68.1	31.7	68.3	24.8	75.2
Alla börsbolag	44.1	55.9	44.9	55.1	43.4	56.6	42.3	57.7	43.2	56.8	37.2	62.8
P=Privatpersoner I=Institutioner												

Källa: Kansallis-Osake-Pankki

Trenden är klar: i praktiskt taget alla grupper och för börsbolagen som helhet har institutionernas andel av aktiekapitalet tydligt ökat. Endast i gruppen placerings- och försäkringsbolag har privatpersonernas andel ökat. Det finns knappast en enda förklaring bakom denna utveckling. Det finns de facto flere orsaker som inverkat på förändringen i strukturen. Beskattningen är med säkerhet en av orsakerna, eftersom de olika grupperna beskattas på olika sätt. Fonder och föreningar betalar i

regel inga skatter, medan privatpersoner beskattas för sina kapitalinkomster i den personliga inkomstbeskattningen. Företagen har däremot stora möjligheter att påverka vinstbeskattningen genom bokslutsplanering.

En möjlig förklaring till strukturförändringen kan sökas i branschrationaliseringen, som blivit nödvändig för många branscher. Bankerna har i egenskap av finansiärer skaffat sig aktier i bolagen för att indirekt kunna påverka bolagens verksamhet. Bankerna äger aktierna kanske bara temporärt och säljer dem igen, när rationaliseringen har utförts. Detta förfarande kan i en del fall också vara det enda sättet att förhindra att en konkurssituation uppstår.

Försäkringsinstitutens ägande har ofta kritiserats. Man måste dock komma ihåg, att försäkringsbolagen är förpliktade att placera sina tillgångar enligt lönsamhetskriterier. Då placering i fastigheter och speciellt i hyrebostäder är ganska olönsam, är försäkringsinstituten i högre grad intresserade av börsaktier. Också andra företag har börjat betrakta börsaktier som attraktiva placeringsobjekt. Konklusionerna blir dock i viss grad osäkra eftersom de placerare, som driver aktiehandel aktivt, troligtvis inte låter registrera sina aktier.

Tabell 14 återger fördelningen av aktiekapitalet enligt sex ägargrupper. Det förekommer ganska stora skillnader i ägandet mellan dessa olika grupper. Gruppen övriga består bl. a. av staten, Finlands Bank, Folkpensionsanstalten och av ett antal utländska ägare.

**Tabell 14.** Fördelningen av börsbolagens aktiekapital enligt ägargrupper per 31.12.1985 (%)

	Privat- personer	Fonder och föreningar	Företag	Banker	Försä- ringsbolag	Övriga	Summa
Affärsbanker och finansieringsbolag	59.8	12.7	7.4	7.6	11.4	1.1	100.0
Placerings- och försäkringsbolag	17.2	17.3	20.9	13.7	18.4	12.5	100.0
Bolag inom handel och trafik	43.5	13.9	31.9	3.8	6.3	0.6	100.0
Industribolag	24.8	16.7	21.1	8.0	13.3	16.1	100.0
Alla börsbolag	37.2	15.2	17.3	7.7	12.4	10.2	100.0

Källa: Kansallisi-Osake-Pankki

Tidskriften "Talouselämä" har fördelat de 300 största företagen i sex grupper. Om vi plockar ut börsbolagen från dessa grupper, får vi en fördelning med följande innehåll.

#### Antalet börsbolag

Familje- och släktbolag	4
Bolag ägda av en begränsad företagsgrupp	3
Bolag ägda av utlänningar	1
Bolag med splittrat ägande	26
Statsbolag	1

Det är skäl att påpeka, att förteckningen inte innehåller banker, finansierings- eller försäkringsbolag. Fördelningen är i alla fall svår att härleda, och sålunda är den ovannämnda grupperingen inte den enda möjliga.

Ömsesidigt aktieäggande, företag sinsemellan, är något många intresserar sig för. Om företag ägs av andra företag, kan det vara svårt att avgöra, vem som egentligen innehar beslutanderätten. Det ömsesidiga

aktieägandet kan också försämlra positionen för minoritetsägarna. Det har inte gjorts någon undersökning i Finland, som skulle belysa denna speciella aspekt av problemet. I år har dock ett projekt satts i gång för att grundligare utreda frågan. Vissa uppgifter finns redan till förfogande. Om begreppet ömsesidigt aktieäggande begränsas till sådana fall, där ett företags äggande av något annat företag, utgör minst 2 %, finns det bara tre sådana bolag bland börsbolagen. Om vi granskar koncerner, blir situationen något annorlunda. Också pensionsfonder, grundade av företag, har en viktig roll i äggandet. Tyvärr har det ovannämnda projektet inte ännu presterat tillräckligt tillförlitliga uppgifter om saken, eftersom materialet från enkäten angående ägostrukturen ännu inte är bearbetat.

#### 4.2. Företagsköp

Under de två senaste åren har det gjorts flere företagsköp, där också börsbolag varit med. Det finns åtminstone två orsaker till ett dylikt fenomen. Fram till slutet av år 1985 var försäljningsvinster av aktier efter fem års innehav helt skattefria men från början av år 1986 är också dessa vinster skattepliktiga, ifall de överstiger 1 miljon mark. Också några börsbolag såldes av samma orsaker. Textilbolaget Marimekko såldes till Amer-koncernen och skogsbolaget Kaukas till Kymi-Strömberg. Båda bolagen ägdes tidigare mest av privatpersoner. Senare köpte Kaukas ännu en stor del av aktierna i skogsbolaget Schauman. Orsaken till dessa köp var behovet av en branchrationalisering inom skogsindustrin.

Det kanske mest uppmärksammade fallet var striden om Helsingfors Aktiebanken mellan Föreningsbanken i Finland och Sparbankernas Central-Aktie-Bank. FBF fick majoriteten och HAB fusionerades med FBF från början av november 1986. Denna handel var otvivelaktigt en av orsakerna till, att bankernas roll och makt,

institutioners ägande och ägorstrukturens koncentration flitigt diskuterats i Finland. I år har Finlayson köpts av Asko, Tamro av utvecklingsbolaget Spontel, och skogsbolagen Serlachius och Metsäliiton Teollisuus har fattat beslut om kombinationsfusionering. Förändringarna av ägostrukturen i börsbolagen har sålunda varit övanligt talrika.

#### 4.3. OTC-marknader och mäklarlistan

En liknande publikation som gäller börsbolag ges också ut om OTC-bolag, också den ges ut av Kansallis-Osake-Pankki. Uppgifterna, som berör sex bolag, har insamlats före hösten 1986. I fem av bolagen har de 10 största röstinnehavarna över 70 % av samtliga röster. Alla sex bolag har aktieserier med nedsatt rösttal, noterade på OTC-listan. Detta har måhända varit en av orsakerna till, att placerare inte i högre grad varit intresserade av OTC-bolag.

Om ägostrukturen i bolag noterade på mäklarlistan har vi endast ytterst begränsade uppgifter. Bolagen på mäklarlistan har inga skyldigheter att ge information om sin ägostruktur (inte om andra saker heller för den delen). På basen av en sammanfattning av uppgifter från olika källor kan följande grova fördelning uppställas:

	Antal bolag	%
Familje- eller släktbolag	5	14.7
Koncentrerat ägande	9	26.5
Dotterbolag	4	11.8
Statsbolag	1	22.9
Bolag med splittrat ägande	15	44.1

Fördelningen ovan har gjorts enligt andelar av aktier. Då nästan alla bolag har aktieserier med olika rösträtt, är det möjligt, att enstaka bolag i gruppen splittrat ägande egentligen borde hänföras till någondera av de två förstnämnda grupperna.

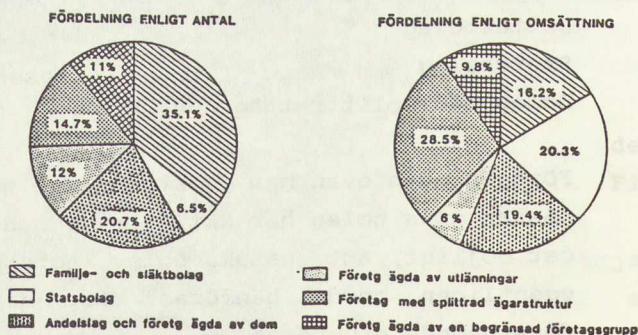
En hel del uppgifter om ägostrukturen har här återgivits och speciellt då det gäller börsbolagen. Uppgifter har gjorts om möjligt exakta på basen av tillgängligt statistiskt material. Huruvida de verkliga ägarförhållandena överstämmer med det på basen av registren uppgjorda materialet, är en mycket svår fråga att besvara. Det största problemet härvidlag torde vara det, att det inte finns något tvång att omregistrera aktier. Följaktligen kan den information, som uppgjorts på basen av registren, vara totalt föråldrad.

## 5. ÄGOSTRUKTUREN I ÖVRIGA FÖRETAG

### 5.1. Ägostrukturen i stora företag

Som tidigare nämnt, finns det mycket litet information om andra än börsbolag. I alla händelser torde ägostrukturen i dessa företag på något sätt kartläggas. Vi har i det följande använt listan på de 300 största företagen i Finland, som sammanställts av tidskriften "Talouselämä". Indelningen av dessa företag i sex ägargrupper, är densamma som vi redan tidigare använde i samband med börsbolagen. Fördelning av ägarandelar enligt omsättning presenteras i figur 9. Koncerner räknas här som en helhet, vilket gör, att listan inte beskriver en fördelning av enskilda företag.

Figur 9. De 300 största företagen enligt ägande och olika gruppers andelar i omsättning



ETLA

Källa: Tidskriften "Talouselämä"

## 5.2. Familje- och släktbolag

Det bör konstateras, att en tredjedel av de 300 största företagen hör till denna grupp. Deras andel av omsättningen är däremot mycket mindre, vilket betyder, att de inte hör till de största på listan. Det största, flerbranchbolaget A. Ahlström Ab är det femtonde bolaget i storleksordning. Dessa bolag representerar ingen typisk bransch, utan de utövar verksamhet inom alla sektorer. Deras andel inom de största företagen har inte minskat trots de många företagsköpen. Detta beror på att nya familje- och släktbolag övertar de sålda företagens platser på listan.

## 5.3. Andelslag och företag ägda av dem

Det finns ganska många andelslag bland de 300 största företagen. Gruppen andelslag består av tre olika typer. Till den första typen hör andelsaffärer ursprungligen grundade av konsumenter, som efter fusion omformas till en stor andelsaffär, Eka. Bara en enda andelsaffär blev utanför denna fusion. Den andra gruppen består av andelsaffärer grundade av jordsbruksproducenter. De är självständiga, men deras antal har minskats då många små andelsaffärer fusionerats med större andelsaffärer. Dessa andelslag har en gemensam centralaffär, Centrallaget för Handelslagen i Finland (SOK). Den tredje gruppen består av andelsaffärer inom livsmedelindustri, närmast mejerier och slakterier. Också andelsaffären Eka idkar verksamhet inom industri.

Andelsverksamheten i Finland representerar ett område av näringslivet med verkligt splittrade ägarförhållanden. I slutet av år 1983 var antalet medlemmar i de olika grupperna följande

Andelsbanker	465 401
Andelsmejerier	70 350
Andelslag	1 291 856
Andelsslakterier	120 810
Övriga andelslag	524 000

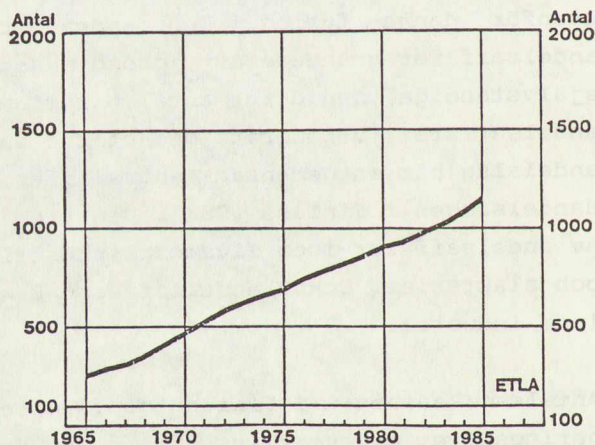
Trots att det finns många fall av dubbelt medlemskap i siffrorna, är det klart, att andelslagen har flera ägare än någon annan grupp.

Andelsverksamheten i Finland i dess helhet har haft och har fortfarande ekonomiska svårigheter, som har lett till fusioner och rationalisering. Dessa svårigheter beror på att organisationerna är stora, och att de inte har kunnat anpassa sig till näringslivets snabba förändringar. Många små affärer har hållits vid liv, fastän deras verksamhet varit förlustbringande. Det är för närvarande svårt att förutsäga vilken betydelse andelsverksamheten kommer att få i framtiden.

#### 5.4. Företag ägda av utlänningar

Antalet utländska bolag i Finland åren 1965 - 85 kan ses i figur 10.

Figur 10. Utländska bolag i Finland åren 1965 - 85



Källa: Finlands Bank

Som utländskt räknas bolag, i vilket utlänningar äger över 10 % (för åren 1965 - 80 över 20 %). I slutet av år 1985 var utlänningarnas andel över 50 % i 919 företag som granskades. Dessa företag idkar verksamhet inom många brancher, men inte inom skogsindustri eller basindustri.

Det finns utländska företag speciellt inom oljebranschen, inom bilhandel, kemisk industri och inom partihandeln för elektronik och datamaskiner. Det största utländska bolaget i Finland är oljebolaget Shell. De 100 största utländska bolagen hos oss har drygt 28 000 anställda eller lika många som t. ex. det största privata industribolaget Nokia ensamt. De utländska företagens betydelse som enskilda arbetsgivare är sålunda ganska blyggsam.

Det finns mer detaljerad information om ägostrukturen i 66 av de 100 största utländska företagen i Finland. Av dem är 50 st i sin helhet ägda av respektive utländska moderbolag. Bara 7 företag har finländska ägare med över 10 % av aktiestocken. I år har det gjorts två stora företagsköp, i vilka utländska bolag var köpare. Det amerikanska bolaget Otis köpte hissproduktionen av statsbolaget Valmet och det svenska bolaget Asea köpte elindustrigruppen Strömberg av Kymi-Strömberg. Det nya hissbolaget ägs av både Otis (70 %) och Valmet (30 %), medan Strömberg blir ett dotterbolag till Asea.

#### 5.5. Statsbolagen och deras betydelse

Det finns bara 19 statsbolag på listan av de 300 största företagen. Statsbolagens andel av den totala omsättningen är 20.3 %. Statsbolagen är sålunda stora industribolag. Nästan alla statsbolag verkar inom basindustri: bl. a. inom skogs-, metall- och gruvindustri eller elkraftproduktion. Dessa industrigrenar har ansetts vara så viktiga att staten bör medverka och speciellt gruvindustrin kräver mycket kapital. De privata företagen har därför inte varit intresserade av denna industrigren.

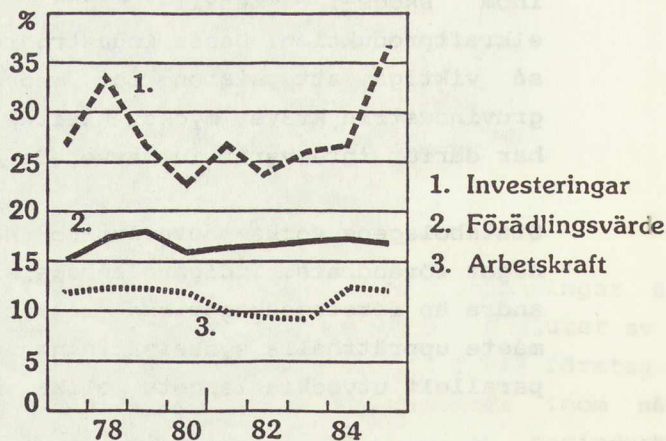
Statsbolagens verksamhetsprinciper har under årens lopp något förändrats. Tidigare ansågs statsbolagen ha också andra än företagsekonomiska målsättningar. Statsbolagen måste upprätthålla sysselsättning och hjälpa till att parallellt utveckla landets olika regioner. Dessa krav

ledde ofta till att man i en del sammanhang argumenterade för statsbolagens nationalekonomiska lönsamhet i stället för deras företagsekonomiska lönsamhet. Statsbolagen gick nämligen med förlust, vilket allmänt ansågs vara helt normalt.

Under 1980-talet har situationen förändrats. Man har börjat kräva företagsekonomisk lönsamhet också för statsbolagens del. Detta har berott på å ena sidan förändrade politiska attityder å andra sidan på det, att staten inte haft råd att höja aktiekapitalet i sina bolag. Staten har tvärtom börjat kräva "dividender av samma storlek, som betalas inom den privata sektorn. En hel del statsbolag kan dock inte betala några dividender alls.

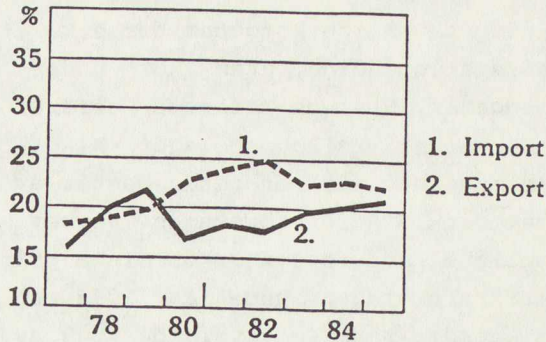
Det finns sammanlagt 24 aktiebolag, i vilka staten har majoritet. Av dessa är 12 bolag industribolag, medan de andra verkar bl. a. inom trafik, restaurang- och hotellverksamhet och inom finansiering. Alkoholbolaget Alko jämförs inte med industribolag. Av de 12 industribolagen placerar sig 6 bolag bland de 20 största företagen i Finland. Figur 11 och 12 beskriver utvecklingen av de statsägda industribolagens betydelse i hela nationalekonomin.

Figur 11: De statliga industribolagens andel av industrins



Källa: Statsbolagen

Figur 12: De statliga industribolagens andelar av Finlands



Källa: Statsbolagen

Det är att märka, att de 12 statsbolagens andel av hela industrins investeringar var 35 % år 1985. Detta beror delvis på att stora företagsköp gjordes bl. a. av oljebolaget Neste och gruvbolaget Outokumpu. Dessa sistnämnda bolag verkar inom branscher, där en expansion är möjlig närmast bara genom köp av andra företag.

Det finns också andra ägare än staten i dessa bolag. Majoriteten innehas vanligen av staten själv eller i kombination med Folkpensionsanstalten, Finlands Bank eller något annat statsbolag. Ett av bolagen, skogsbolaget Enso-Gutzeit, noteras på den egentliga börslistan, och flygbolaget Finnair noteras på mäklarlistan. Företagsledningen i några av bolagen har varit ivrig att introducera sitt bolag på börsen, men handels- och industriministeriet, som bevakar statens intressen, har förkastat förslagen. Speciellt snabbt växande bolag, som utvidgat sin internationella verksamhet, har varit missnöjda med statens kapitalinsatser i bolagen. Om ett statsbolag noteras på börsen betyder det, att staten måste i samband med emission sälja en del av sina aktier i bolaget till privata placerare, vilket igen är en komplicerad politisk fråga.

### 5.6. Statens och kommunernas affärsföretag

Både staten och kommuner har s.k. affärsföretag, som inte är självständiga, utan hör under dessa institutioners budgeter. Statens största affärsföretag är Post- och televerket, alkoholbolaget Alko och Statsjärnvägarna. Kommunernas affärsföretag består av t. ex. energiverk och hamnverk. Affärsföretagen verkar vanligtvis inte i enlighet med företagsekonomiska principer. De 100 största affärsföretagen hade år 1985 en omsättning på 285 miljarder mark (motsvarande 45 % av omsättning i statens 12 industribolag) och omkring 107 000 anställda (dvs. 1.6 gånger större än personalen i statens industribolag).

### 5.7. Andra synpunkter om ägandet

Vi har i det föregående försökt kvantitativt belysa ägandet och dess betydelse inom näringslivet. Det existerar dock också inflytande utan ägande. I Finland brukar företagen ofta hänföras till någondera av två s.k. bankgrupper, allt efter företagets viktigaste finansiärbank; den ena FBF-gruppen, den andra KOP-gruppen. De övriga företagen som inte kan hänföras till de två bankgrupperna är statsbolag, företag med nära relationer till andelsverksamheten och företag, som tack vare sin goda finansieringsposition är oberoende av någon speciell bank. Vi kan göra följande fördelning av börsens industriföretag. Fördelning bör dock tolkas med en viss försiktighet.

KOP-gruppen	7	bolag
FBF-gruppen	11	bolag
Övriga företag	13	bolag

Bankförbindelserna påverkar förutom bolagets finansieringsmöjligheter också valet av bolagets styrelse. Banken har sina egna styrelserepresentanter i de "egna" företagen, och dessa företag har sina verkställande direktörer i bankens styrelse. En sådan

konstellation kan leda till, att banken i verkligheten har mer bestämmanderätt i företaget än dess aktieägare.

De största försäkringsinstituten har vanligen också sina företrädare i styrelsen av det företag, som de finansierar. Varje affärsbank har ett försäkringsinstitut som banken samarbetar med. Man kan i detta sammanhang tala om olika intressesfärer, som består av affärsbanken, försäkringsinstitutet (inklusive dess pensionsförsäkringsbolag) och företag. Detta betyder, att företag inte i praktiken gör större beslut utan att först förhandla med sin egen bank. De små aktieägarna har ofta ingen annan möjlighet än att godkänna redan "på förhand gjorda beslut.

## 6. SAMMANFATTNING

Ägarförhållandena i näringslivet är en fråga som ivrigt diskuterats också i Finland. Tyvärr har diskussionerna ännu inte lett till någon grundlig undersökning om ägorstrukturer inom de finska företagen. Denna rapport avser att ge information om ägarförhållandena i det finska näringslivet med uppgifter hämtade ur olika källor.

Först gick vi igenom de viktigaste dragen av den finska kapitalmarknaden och den förändring som kapitalmarknaden undergått under 1980-talet. I Finland har vi övergått från ett bankorienterat och reglerat till ett mera marknadsorienterat finansiellt system. Detta har medfört större konkurrens mellan bankerna och nya finansieringsmöjligheter för företagen. Många företag är för närvarande i behov av förnyelse, dvs. förändringar i investeringsstruktur, vilket kräver nytt riskkapital. Därför är utvecklingen av olika finansieringsformer nödvändig.

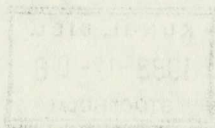
Beträffande ägostrukturen i börsbolag har vi en någorlunda exakt information. Privatpersonernas roll som ägare i börsbolag har tydligt minskat, medan institutionerna har fått ökad betydelse. I början av 1980-talet var privatpersoners andel av aktiekapital i börsbolagen 44 %; i slutet av 1985 var andelen däremot endast 37 %. Ägandet i börsbolag kan karakteriseras som ganska koncentrerat i och med att andra företag kan förekomma som de största ägarna i ett bolag. Systemet med olika aktieserier har gett många företag möjligheter att skaffa nya ägare, utan att de gamla ägarna skulle ha förlorat sin makt. Förklaringarna till att institutionerna fått ökad betydelse, kan ofta härledas från beskattningen och branschrationiseringen.

Beträffande övriga än börsbolag, kan vi inte presentera några exakta uppgifter. Enligt en grov fördelning är

ägandet inom de 300 största icke-finansiella företagen ganska splittrat. Vart tredje företag är familje- eller släktföretag trots att många privatpersoner har sålt sina företag. Härom vittnar de talrika företagsköp som gjorts under de senaste åren. Det är möjligt att privatpersoner är villiga att sälja sitt företag, när det vuxit "för stort" för dem. Det finns nämligen endast få familjeföretag bland de allra största företagen på listan.

Trots att ägandet i många fall tycks vara splittrat, bör man beakta bankernas och försäkringsinstitutens relativt stora betydelse. De stora affärsbankerna bildar sina egna finansiella grupper, där det är fråga om kundrelationer, ömsesidigt aktieägandet och finansieringsmöjligheter. Det bankorienterade finansiella systemet, som gällde i Finland ända fram till 1980-talet har speciellt bidragit till uppkomsten av dessa grupper.

Om den nya kommittepropositionen träder i kraft, blir det obligatoriskt att låta omregistrera aktier. Registreringstvånget kommer i så fall helt förändra möjligheterna att undersöka ägarförhållandena i Finland. I dag är man dock tvungen att nöja sig med i viss mån ofullständiga och inexakta uppgifter om ägarförhållandena. Vi får hoppas att denna rapport i alla fall på något sätt lyckats med att belysa de rådande ägarförhållandena i Finland.



## Referenser

- Airaksinen, T. (1986): En jämförande analys om beskattningen av kapitalinkomster i Finland och Sverige år 1986. ETLA Discussion papers Nr 210. (På finska)
- Helsingfors Fondbörs, årsberättelse 1985 (På finska, svenska och engelska)
- Kansallis-Osake-Pankki: Börsbolagen 1985. (På finska och engelska)
- Koskenkylä, H. (1986): Pennings- och finanspolitikens inflytande på företagets investeringar. Finlands Bank, TU 6/86. (På finska)
- Statistikcentralen (1985): Företagsregistret 1982, omsättningsskattskyldiga företag.
- "Talouselämä", artiklar i numren 18, 20, 28 / 1986
- Statsbolagen 1985 (På finska)
- Ylä-Anttila, P. (1986): Investment structure, productivity and technical change - implications for business organizations and management. ETLA Discussion papers Nr 208.

KUNGL. BIBL.

1988-12-06

STOCKHOLM

