



NORGES OFFENTLIGE UTREDNINGER

NOU 1995:16

Fra sparing til egenkapital

Utredning fra utvalg oppnevnt ved kongelig
resolusjon 2. desember 1994.

Avgitt til Finans- og toldepartementet 29. mai 1995.

STATENS FORVALTNINGSTJENESTE
STATENS TRYKNING

OSLO 1995

Til Finans- og tolldepartementet

Det utvalg som ble oppnevnt ved kgl. res. 2. desember 1994 til å vurdere omfanget av samlet sparing og tilgang på egenkapital i Norge og andre land, legger med dette fram sin innstilling.

Utvalgets innstilling er enstemmig.

Oslo, 29. mai 1995

Hermod Skånland Leder

Anne Berit Christiansen

Nils-Henrik Mørch von der Fehr

Torunn Kvinge

Lars Wahl

Dag Aarnes

Trond F. Mellingsæter

Marit Svensgaard

KAPITTEL 1

Innledning og sammendrag**1.1 UTVALGETS MANDAT OG SAMMENSETNING**

Ved kongelig resolusjon 2. desember 1994 ble det oppnevnt et utvalg for å vurdere utviklingen i sparingen og egenkapitaltilgangen til næringslivet i Norge og andre land. Følgende medlemmer ble oppnevnt til utvalget:

- Tidligere sentralbanksjef Hermod Skånland, leder, Oslo
- Assisterende direktør Anne Berit Christiansen, Oslo
- Førsteamanuensis Nils-Henrik Mørch von der Fehr, Hurdal
- Forsker Torunn Kvinge, Oslo

Utvalget ble gitt følgende mandat:

«Problemstillinger knyttet til egenkapitalsituasjonen i næringslivet har vært sterkt fokusert de senere årene. Dette kan ses på bakgrunn av blant annet svake konjunkturer, virkninger av bankkrisen og internasjonaliseringen av norsk næringsliv. Myndighetene har gjennomført omfattende tiltak for å styrke egenkapitalutviklingen til bedriftene.

Det har fra næringslivets side vært stilt spørsmål ved om sparingen blir tilstrekkelig i tiden framover, og om en tilstrekkelig andel av sparingen avleirer seg som egenkapital i norske bedrifter. Blant utgangspunktene for disse spørsmålene har vært bekymring for omfanget av investeringer og produksjon i Norge, samt at det er ønskelig at det finnes et rimelig antall norskeide konsern med internasjonal virksomhet.

Utvalget bes om:

- Å gi en oversikt over utviklingen i sparingen, realinvesteringene og egenkapitaltilgangen i Norge og andre land.
- Å vurdere om det er ønskelig med særskilte tiltak fra myndighetenes side for å påvirke omfanget av landets sparing og sparingen i de ulike sektorer og egenkapitaltilgangen til næringslivet, herunder om det er ønskelig med tiltak for å bedre egenkapitalmarkedets virkemåte. Muligheter og begrensninger ved bruk av skattereglene i denne sammenheng bør vurderes særskilt, under den forutsetning at hovedprinsippene for skattereformen videreføres. Utgangspunktet for vurderingene bør være Regjeringens hovedmål for den økonomiske politikken i Langstidsprogrammet 1994-97. Det bør også tas som utgangspunkt at folketrygden skal utgjøre en bærebjelke i det samlede pensjonssystem.

Utvalget bes på hensiktsmessig måte ta hensyn til og avgrense arbeidet i forhold annet relevant utredningsarbeid. Det vises blant annet til Lund-utvalget, Hylland-utvalget, og den «grønne skattekommisjonen» som nå skal settes ned.

Utvalget skal levere sin rapport innen 15. mai 1995.»

Denne fristen ble senere endret til 29. mai 1995. Utvalget hadde under arbeidet en referansegruppe med medlemmer fra arbeids- og næringsliv. Utvalgets sekretærer har vært avdelingsdirektør Lars Wahl og rådgiver Dag Aarnes fra Finansdepartementet og rådgiver Trond Mellingsæter og førstekonsulent Marit Svensgaard fra Nærings- og energidepartementet.

1.2 TIDLIGERE UTVALG

Tidligere utvalg og arbeidsgrupper har vurdert ulike problemstillinger vedrørende sparing, bedriftenes finansieringsmuligheter og risikokapitaltilgang i næringslivet. Nedenfor følger en kort beskrivelse av arbeidene i utvalgene som har vurdert disse problemstillinger i den senere tid, samt av endringer som ble foretatt som følge av forslag som ble fremmet.

1.2.1 «Bergo-utvalget»: Utredning om tilgangen på risikovillig kapital i næringslivet

Finansdepartementet og Næringsdepartementet oppnevnte 3. oktober 1988 en arbeidsgruppe for å vurdere tilgangen på risikovillig kapital til næringslivet. Gruppen ble ledet av direktør Jarle Bergo, Norges Bank.

Arbeidsgruppen gjorde rede for tilgangen på risikovillig kapital til næringslivet, samt for i hvilken grad denne kunne antas å ha påvirket omfanget av investeringer, nyskaping og utvikling. Gruppen vurderte tiltak som kunne bedre tilgangen på risikovillig kapital til industri og annen konkurranseutsatt næringsvirksomhet, herunder offentlig deltagelse i ett eller flere venture- eller utviklingselskaper. Gruppen drøftet spesielt betydningen av ulike strukturelle og konjunkturelle forhold for tilbud og etterspørsel etter risikokapital, herunder institusjonelle og tekniske forhold som påvirket det norske risikokapital-markedets funksjonsdyktighet.

Som følge av gruppens forslag ble beløpsgrensene for «Aksjesparing med skattefradrag» (AMS) hevet fra 2000 og 4000 kroner til 3000 og 6000 kroner i henholdsvis skatteklasse 1 og 2 fra og med 1989. Samtidig ble AMS og «Sparing med skattefradrag» (SMS) samordnet slik at ubenyttet SMS (og livsforsikring) kunne brukes til AMS. Totalgrensen ble satt til 7000 og 14000 kroner. AMS-ordningen er senere endret ytterligere, jf. *"Husholdningenes plasseringer i aksjer"* i avsnitt 4.6. SMS-ordningen ble senere opphevet med virkning fra og med 1992, og ble erstattet av «Boligsparing for ungdom-ordningen». Omsetningsavgiften ved annenhåndsomsetning av aksjer ble fjernet fra og med 1989, og bindingstiden for plassering i aksjefond ble endret til å gjelde fra innskuddsdato. Videre ble Norsk Vekst AS etablert i 1989 med det hovedformål å gå inn med langsiktig egenkapital i små og mellomstore, forholdsvis nyetablerte bedrifter, til bedriftene kunne finansieres på en annen måte.

1.2.2 «Eklund-utvalget»: Utredning om bedriftenes finansieringsmuligheter

Finansdepartementet oppnevnte 5. november 1992 en arbeidsgruppe som skulle vurdere bedriftenes finansieringsmuligheter. Gruppen ble ledet av ass. direktør Trond Eklund fra Norges Bank.

Arbeidsgruppen beskrev hvordan innenlandske fastlandsforetak finansierte sin virksomhet. Gruppen analyserte om foretakenes muligheter til å innhente fremmedkapital hadde endret seg i løpet av de senere år, og hvorvidt dette skyldtes finansmarkedenes funksjonsmåte eller inntjening og egenkapital i bedriftene.

Arbeidsgruppen konkluderte med at det ikke syntes å være grunnlag for å hevde at det var generell mangel på tilbud av kapital (fremmedkapital og/eller egenkapital) til lønnsomme prosjekter. Arbeidsgruppen fremmet ingen forslag.

1.2.3 «Hylland-utvalget»: NOU 1994:6 – Private pensjonsordninger

Utvalget, ledet av professor Aanund Hylland, ble nedsatt ved kongelig resolusjon 14. mai 1993.

Den skattemessige behandlingen av private pensjonsordninger fikk størst oppmerksomhet i utvalgets arbeid, men utvalget foretok også noen generelle betraktninger omkring sparing. Utvalget tok utgangspunkt i at hovedvirkningen av en skattemessig favorisering av en type sparing var en flytting av sparing til den skattebezugstignede ordningen, uten at den samlede sparingen økte. Utvalget så ikke hensynet til samlet langsiktig sparing og kapitaldannelse som et særlig sterkt argument for skattemessig favorisering av pensjonssparing.private

Utvalget antok at dersom sparingen i Norge systematisk og over lang tid ble for lav, ville dette slå ut i reduserte fordringer på utlandet og bare i liten grad redusere innenlandske realinvesteringer. Lav samlet sparing kunne således føre til utenlandsk overtakelse av norsk realkapital. Utvalget så ikke hensynet til langsiktig eierskap i norsk næringsliv som noe selvstendig moment av betydning i diskusjonen av private pensjonsordninger.

Utvalget foreslo ikke fundamentale endringer i systemet som gjaldt for behandling av pensjonssparing, og fremholdt at den skattemessige behandlingen av pensjonssparing i hovedsak burde opprettholdes.

1.3 SAMMENDRAG AV UTVALGETS VURDERINGER

I tillegg til dette innledningskapittelet er utredningen delt inn i 4 kapitler hvorav det første er beskrivende og gir en oversikt over utviklingen i sparing og investeringer i Norge og andre OECD-land. "*Er sparingen stor nok?*" i Kapittel 3 drøfter spørsmålet som er gitt i mandatet om sparingen i Norge er tilstrekkelig. I "*Næringslivets finansiering og egenkapitaltilgang*" i kapittel 4 drøftes egenkapital-tilgangen til norske bedrifter, og "*Nasjonalt eierskap*" i kapittel 5 tar opp spørsmål knyttet til nasjonalt eierskap. Hvert av "*Er sparingen stor nok?*" i kapitlene 3- "*Nasjonalt eierskap*" i 5 avsluttes med utvalgets vurderinger.

I nasjonalregnskapet er *sparing* definert som inntekt fratrukket forbruk, og måling av sparingen i de ulike sektorene i samfunnet støter på de samme praktiske problemene som beregning av inntekt og forbruk. I perioden 1990 – 93 lå samlet sparing i Norge på knappe 10 pst. av total disponibel inntekt for landet. Dette er om lag som i de øvrige OECD-landene. Gjennom de siste 30 – 40 årene har sparingen falt i de fleste land, og for 30 år siden lå sparingen i Norge på 15 – 17 pst. Den lave sparingen i den industrialiserte del av verden gir grunn til bekymring fordi den innebærer at lite realressurser stilles til disposisjon for investeringer, og at en derfor får et gjennomgående høyt realrentenivå. Det gis i "*Er sparingen stor nok?*" i kapittel 3 uttrykk for at i denne forstand er sparingen ikke tilstrekkelig, verken i Norge eller OECD-området som helhet.

Norge skiller seg fra de andre landene i OECD ved at en betydelig høyere andel av sparingen foregår i offentlig sektor, mens husholdningene sparer mindre enn i andre land. I tillegg har det meste av sparingen vært knyttet til investeringer i egen bolig. Dette har ført til at norske husholdninger har lave finansielle fordringer sammenliknet med andre land.

På den annen side har offentlig sektor i Norge en finansiell stiling som er meget sterk sammenliknet med andre OECD-land. Vår særstilling på dette området må ses i sammenheng med statens store petroleumsinntekter. Disse inntektene må ventes å vise gradvis fall utover i neste århundre, etter at de gjennom de nærmeste 10-15 år vil være svært høye. Det vil stille store krav til finanspolitikken å sikre en forsvarlig balanse i de offentlige budsjetter til tross for nedgangen i petroleumsinntektene og

de forpliktelser som påhviler folketrygden. Utvalget har ikke sett det som sin oppgave å drøfte utformingen av finanspolitikken i dette perspektiv.

Sparingens sammensetning betyr at spørsmålet om å sikre en tilfredsstillende kapitaldannelse har en annen karakter i Norge enn hva som er typisk i den industrialiserte verden for øvrig, men det betyr ikke at problemet er mindre. At samlet sparing i stigende grad blir avhengig av at det finner sted tilstrekkelig sparing i husholdningene, gjør heller utfordringene større.

Utvalget tar til etterretning at folketrygden skal være en bærebjelke i det norske pensjonssystemet. Det kan likevel registreres en viss usikkerhet blant folk med hensyn til om man vil oppnå den realinntekt i pensjonsalderen som det etter dagens regler er rimelig å forvente. Denne usikkerheten kan i noen grad føre til høyere sparing i husholdningene. Utvalget peker videre på at det norske skattesystemet hører til blant de mer generøse i OECD-området med hensyn til behandlingen av gjeldsrenter, og at dette må antas å trekke i retning av lavere sparing. Også systemet for formues- og eiendomsskatt i Norge påvirker sparingens sammensetning i retning av formuesoppbygging i bolig på bekostning av finansielle fordringer. Disse vil lett kunne få en negativ realavkastning etter skatt. Denne forskjellsbehandlingen kan reduseres ved at det foretas en forskyvning av skattleggingen fra finansformue over mot fast eiendom blant annet ved at satsene for formuesskatt settes ned.

I "*Næringslivets finansiering og egenkapitaltilgang*" i kapittel 4 pekes det på at den viktigste kilde til *egenkapital* i næringslivet er den sparing som finner sted i bedriftene selv gjennom tilbakeholdt overskudd. Siden 1990 har det vært en klar tendens til økning i industribedriftenes egenkapitalandel, men dette kan i minst like høy grad tilskrives et lavt investeringsnivå som øking i tilbakeholdt overskudd. Egenkapitaldannelsen innenfor bedriftene selv er et spørsmål av generell nærings- og skattepolitisk karakter som en ikke har sett det som utvalgets oppgave å ta opp. En har derfor begrenset seg til en behandling av tilgangen på egenkapital fra privat sektor og gjennom tilførsel av statlig kapital.

Fra bedriftenes side er det en klar interesse i at mer av den private fordringsøkingen kan kanaliseres over til egenkapital. Det vil bidra til å gjøre egenkapitalen billigere. I tillegg er man interessert i å ha eiere med en langsiktig interesse i bedriften, såkalte «stabile eiere».

For plasseringen av den private sektors finansielle fordringer er det i utgangspunktet naturlig å legge til grunn at den skjer ut fra markedsmessige vurderinger der en avveining mellom avkastning, risiko og likviditet er avgjørende. Hva som for næringslivet oppleves som en sviktende tilgang på egenkapital, kan derfor være uttrykk for at forventet avkastning ikke gir dekning for den risiko som knytter seg til plasseringen.

Bankene og livselskapene står som hovedmottakere av husholdningenes finansielle sparing, og disse institusjonenes valg av plasseringsform vil derfor være av stor betydning for hvor mye av husholdningenes sparing som tilflyter egenkapitalmarkedet. Utvalget peker på at regelverket for livsforsikring i dag begrenser selskaperes muligheter for å plassere midler i aksjer. Utvalget anbefaler at en vurderer regler som gir mer valgfrihet for kundene og mulighet for selskapene til å tilby typer av forsikringskontrakter som gir grunnlag for mer langsiktige plasseringer av sparemidlene, noe som også kan gi høyere avkastning.

En økonomisk begrunnelse for skattemessig stimulering av husholdningenes plassering i aksjer kan være at risikoen samfunnsøkonomisk sett er mindre enn for den enkelte investor som har risikoen knyttet til et smalt segment av markedet. Utvalget antar at de ordninger som allerede er etablert (AMS og «rabatt» ved formuesansettelsen) ivaretar dette hensyn.

Utvalget ser Folketrygdfondets plasseringer i aksjemarkedet som begrunnet i en spesiell situasjon, og reiser spørsmål om denne formen for statlig eierskap er hensiktsmessig på lenger sikt. En avvikling kan imidlertid ha uheldige virkninger i en periode da staten skal bygge ned sine eierandeler i forretningsbankene.

Utvalget viser til ordninger for tilførsel av risiko- og egenkapital til små og mellomstore bedrifter gjennom SND. Disse ordningene er ennå nokså nye og det er for tidlig å foreta noen vurdering av hvor godt de virker. De utredninger som er gjort på feltet tyder for øvrig på at tilførsel av egenkapital må skje i sammenheng med en styrking av kompetanse.

I "*Nasjonalt eierskap*" i kapittel 5 drøfter utvalget spørsmål knyttet til *nasjonalt eierskap*, og gir uttrykk for at det er vanskelig å trekke sikre konklusjoner på dette området. Utvalget peker på at det er av betydning at det finnes et rimelig antall større internasjonalt orienterte bedrifter som har basisfunksjoner som ledelse, forskning og utvikling i Norge. Slike sentrale funksjoner blir gjerne lokalisert dit eierne befinner seg. Det kompetansemiljø som dermed utvikles får også betydning for andre foretak.

For den enkelte bedrift er det imidlertid aller viktigst at den har kompetente eiere. Det er mange eksempler på at utenlandske eiere har vært helt avgjørende for nyskaping og næringsutvikling. Dersom en ønsker en dreining av næringslivet mot nye virksomheter, kan det være en forutsetning at man klarer å tiltrekke seg utenlandske interesser.

Selv om nasjonalt eierskap kan være av betydning, har vi gjennom EØS gått inn i et samarbeid der det er et kjernepunkt at egne foretak ikke skal favoriseres og der kapitalbevegelsene er frie, også for direkte investeringer. Det gir norske foretak frihet til å overta bedrifter innenfor området, men vi kan på den annen side ikke gjennom offentlige tiltak forhindre at norske bedrifter blir overtatt av utlandet.

KAPITTEL 2

Sparing og realinvesteringer**2.1 SENTRALE SPAREBEGREPER**

Sparing framkommer definisjonsmessig som inntekt fratrukket forbruk, og sparetall påvirkes dermed av de samme prinsipielle og praktiske spørsmålene som knytter seg til beregning av inntekts- og forbrukstall. I økonomisk teori er det vanlig å definere inntekt som det maksimale forbruksnivå en kan legge seg på i en periode uten å svekke sin reelle formue gjennom perioden. Hvis det faktiske forbruket ligger lavere enn dette, vil det skje en formuesoppbygging, eller sparing. Inntekt definert på denne måten vil i tillegg til de løpende inntektsstrømmene omfatte eventuelle endringer i realverdien av formuen. Det bedriftsøkonomiske og skattemessige inntektsbegrepet bygger delvis på en slik vid innteksdefinisjon.

I dette kapitlet vil en sammenlikne spare- og investeringsutviklingen i Norge og enkelte andre land med utgangspunkt i *nasjonalregnskapstall* for landene totalt og for hovedgrupper av inntektstakere. Disse tallene bygger på et snevrere inntektsbegrep enn ovenfor. Disponibel inntekt er i nasjonalregnskapet definert ved:

Brutto disponibel inntekt = Lønns- og kapitalinntekter + Nettoinntekter fra andre sektorer i form av rentebetalinger, aksjeutbytte, overføringer og skatter.

Hvis en også trekker fra beregnet kapitalslit (depresiering) på realkapital eid av sektoren, framkommer *netto disponibel inntekt*. På samme måte vil en ha et brutto og et netto sparebegrep, der forskjellen utgjøres av kapitalslitet. Hvilket av de to begrepene som er mest relevant vil avhenge av hva slags problemstilling en ser på. Siden kapitalslitet er en beregnet størrelse, som ikke medfører utbetalinger for sektoren, vil bruttosparingen være mest relevant i likviditets- og kontantstrømsanalyser. I analyser av kapitaloppbyggingen vil derimot nettosparingen være mest egnet. Gitt mandatet for utvalget, vil en, i tråd med det som er vanlig i Norge, omtale nettostørrelsene.

Nasjonalregnskapets inntekts- og sparetall er basert på de løpende inntektsstrømmene i økonomien, og med unntak for kapitalslit korrigeres det ikke for verdiendringer av formuen. Rentestrømmer inkluderes dermed i sin helhet i inntekten, uten at det korrigeres for inflasjonstap på de underliggende fordringene. Dette vil normalt ha større betydning for inntektsfordelingen mellom de innenlandske sektorene enn for landet som helhet. I land med høy prisstigning vil nasjonalregnskapstallene tendere til å overvurdere de reelle inntektene – og dermed også den reelle sparingen – for grupper med store finansielle fordringer, mens de tenderer til å vise et for svakt bilde for sektorer med nettogjeld. Nasjonalregnskapets inntektstall tar heller ikke hensyn til prissvingninger i f.eks. boligmarkedet, som synes å ha stor betydning for husholdningenes forbruks- og spreatferd. Også på flere andre områder kan nasjonalregnskapets sparetall gi et delvis misvisende bilde, blant annet ved at de ikke tar hensyn til uttapping av ikke-fornybare naturressurser.

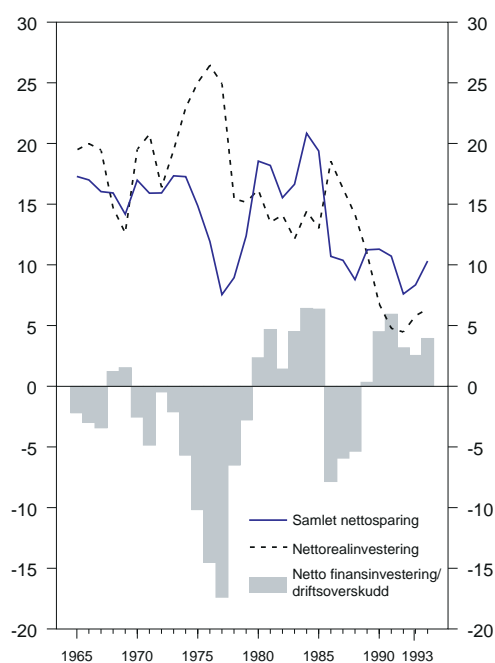
Den formuesoppbyggingen som skjer ved sparing, vil både for et land og for enkeltgrupper foregå ved en kombinasjon av realinvesteringer og *finansinvesteringer*¹. En sektor som har positive finansinvesteringer vil over tid øke sine bruttofordringer overfor andre sektorer eller bygge ned sin bruttogjeld. Mens enkeltgrupper

1. Nettokjøp av immaterielle rettigheter og land, overføringer i form av kapitaltilskudd mellom sektorene og statistiske avvik kan gi mindre avvik mellom finansinvesteringene og sparing fratrukket realinvesteringer for den enkelte sektor.

vil kunne foreta en slik netto fordringsoppbygging overfor andre innenlandske sektorer, vil fordringsoppbyggingen for landet som helhet bare kunne skje overfor utlandet. Grunnet for en slik formuesoppbygging vil være overskudd på driftsbalansen overfor utlandet. *Driftsbalansen overfor utlandet* tilsvarer dermed nettofinansinvesteringene for landet som helhet, som igjen er summen av nettofinansinvesteringene i de ulike innenlandske sektorene.

2.2 SPARING OG INVESTERING I NORGE ETTER INSTITUSJONELL SEKTOR

Figur 2.1 viser utviklingen i nettosparingen og nettoinvesteringene i Norge siden 1965 regnet som andeler av disponibel inntekt for Norge. Som en ser har det vært betydelige svingninger i spareandelen, med blant annet en sterk økning i perioden 1977-84 fra et lavt nivå, etterfulgt av et om lag like sterkt fall fra 1986. Dette har sammenheng med at den økonomiske politikken ble strammet inn på slutten av 1970-tallet etter motkonjunkturpolitikken i tidligere år, samt en sterk vekst i inntektene fra petroleumsvirksomheten fram til og med 1985, da den ble avbrutt av oljeprisfallet det følgende år. For perioden under ett har det vært en klart fallende tendens i spareandelen, som i gjennomsnitt for årene 1991-94 tilsvarte vel 9 pst. av samlet disponibel inntekt, mot en andel på vel 16 pst. i siste halvdel av 1960-tallet.

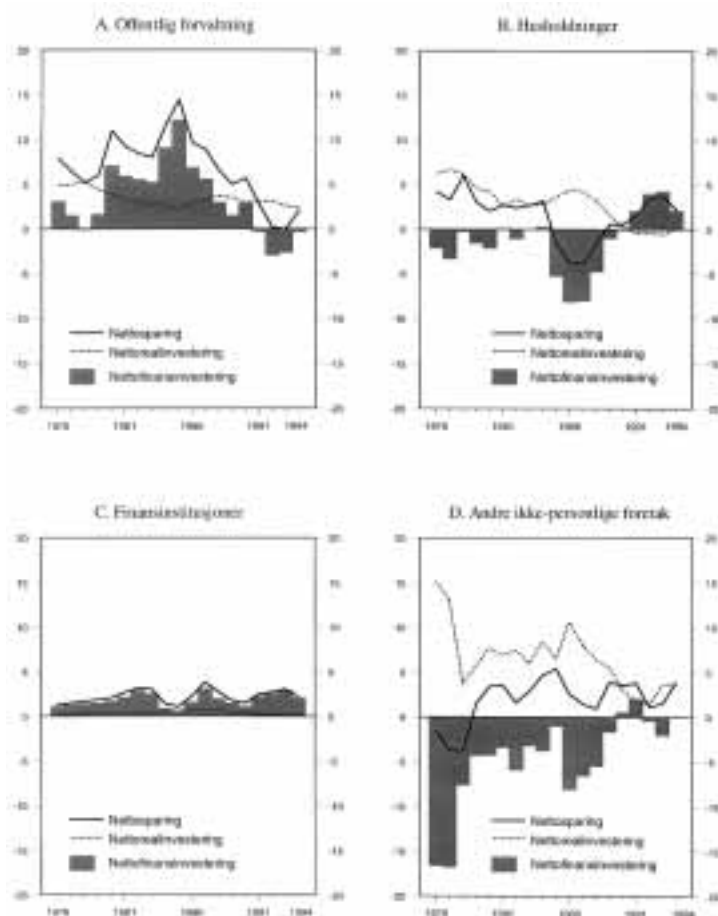


Figur 2.1 Nettosparing, nettoinvestering og nettofinansinvestering for Norge. Prosent av disponibel inntekt

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Investeringsratene viser den samme trendmessige nedgangen som spareandelen, men med jamnt over noe sterkere svingninger fra år til år og spesielt lave nivåer i nedgangsperioder. Dette reflekterer at både lagerinvesteringene og investeringene i fast realkapital normalt svinger betydelig over konjunktursyklusen. Også her er tallene for Norge påvirket av oppbyggingen av petroleumsvirksomheten. Av figuren ser en også at det i perioder har vært til dels store forskjeller mellom spare- og investeringsutviklingen, noe som slo ut i store underskudd i utenriksøkonomien i annen halvdel av både 1970- og 1980-tallet, etterfulgt av perioder med betydelige overskudd.

Utviklingen i samlet sparing og investeringer vil bli bestemt av spare- og investeringsutviklingen i de ulike sektorene i økonomien, jf. figur 2.2 som viser utviklingen i de ulike sektorene siden 1976, som er det første året det foreligger sektorfordelte tall for. Inndelingen svarer til den *institusjonelle sektorinndelingen* i nasjonalregnskapet, der en skiller mellom offentlig forvaltning, finansinstitusjoner, private ikke-personlige foretak og husholdninger. Sektoren «ikke-personlige foretak» omfatter næringsvirksomhet som er organisert som egne juridiske enheter, mens selvstendig næringsvirksomhet er inkludert i husholdningssektoren.

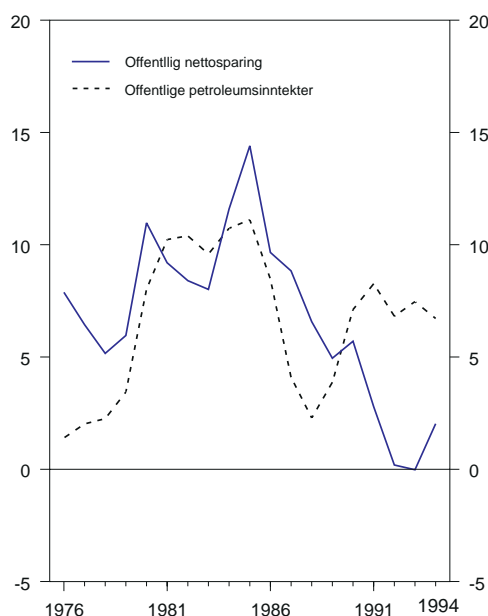


Figur 2.2 Nettosparing, nettorealinvestering og nettofinansinvestering etter institusjonell sektor. Prosent av disponibel inntekt for Norge

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Av figuren ser en at *offentlig forvaltning* i Norge tradisjonelt har hatt en netto sparing som har ligget klart høyere enn sektorens realinvesteringer. Offentlig forvaltning har dermed hatt til dels betydelige positive finansinvesteringer, med særlig sterk fordringsoppbygging i årene fram til 1985. Siden 1989 er det imidlertid skjedd et markert fall i finansinvesteringene. Disse utviklingstrekkene har sammenheng med den sterke veksten i oljeinntektene i første halvdel av 1980-tallet, og svikt i skatteinntangen og aktiv motkonjunkturpolitikk under nedgangskonjunkturen fra 1987.

Den gunstige budsjettutviklingen fram til slutten av 1980-tallet må ses i sammenheng med betydelige oljeinntekter for statsforvaltningen, jf. figur 2.3. I gjennomsnitt for årene 1976-89 utgjorde de statlige petroleumsinntektene² i gjennomsnitt over 6 pst. av disponibel inntekt for Norge, som tilsvarte 75 pst. av nettosparingen i offentlig forvaltning i perioden, og siden 1990 har det offentliges nettosparing vært lavere enn de statlige petroleumsinntektene.



Figur 2.3 Offentlig nettosparing og offentlige petroleumsinntekter¹⁾ i prosent av disponibel inntekt for Norge

1. Statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten pluss netto kapitalinnskudd i SDØE.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Nærings- og energidepartementet

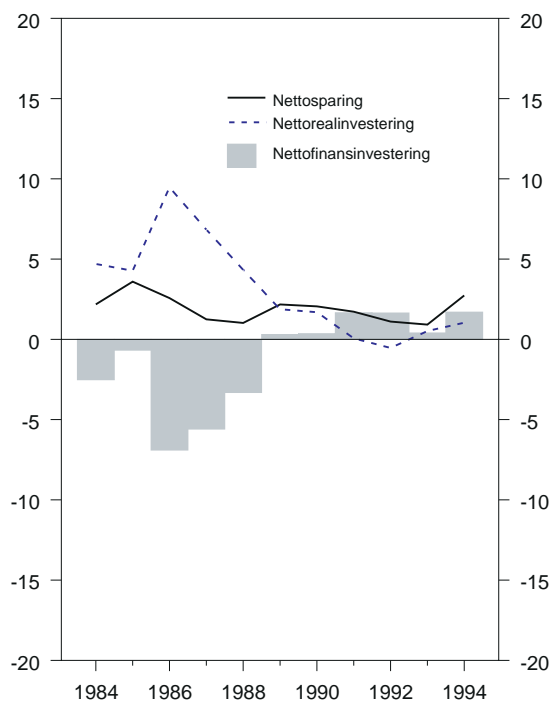
2. De statlige petroleumsinntektene er her målt ved summen av statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten og nettokapitalinnskudd knyttet til statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten (SDØE). Årsaken til dette er at nettokapitalinnskudd i SDØE regnes som en utgift ved beregning av statens netto kontantstrøm, mens dette ikke er tilfelle for nasjonalregnskapets spareteall.

Som vist i figur 2.2 avtok sparingen i *husholdningene* meget sterkt mellom 1984 og 1986. Sammen med en markert økning i husholdningenes realinvesteringer, førte dette til meget sterk gjeldsoppbygging i sektoren. Denne utviklingen hadde sammenheng med lettere låneadgang etter dereguleringene av kredittmarkedet tidligere på 1980-tallet og den generelle oppgangskonjunktoren i perioden. Denne utviklingen er blitt gradvis reversert siden 1987, og husholdningenes spare-rate var i 1992 tilbake på omtrent samme nivå som i første halvdel av 1980-tallet. Samtidig har husholdningenes realinvesteringer falt til et historisk lavt nivå. Dette har ført til at husholdningene for første gang i perioden fra 1976 har hatt betydelige positive finansinvesteringer.

De store konjunkturbevegelsene siden 1983 har også bidratt til svært sterke svingninger i *foretakssektorens* sparing og investeringer. Ved tolkning av tallene for denne sektoren bør en imidlertid være oppmerksom på at foretakssektorens sparing først framkommer etter at renteutgifter, skatt og utbetalt aksjeutbytte er trukket fra driftsoverskuddet. Nasjonalregnskapets sparebegrep for foretakssektoren svarer dermed til *tilbakeholdt overskudd* i selskapene etter at aksjeutbytte er trukket ut. Sparingen er dermed ikke et lønnsomhetsmål for foretakssektoren, men et mål for foretakenes egenfinansieringsevne. Siden finansinvesteringene framkommer som sparing fratrukket nettorealinvesteringer, vil finansinvesteringene dermed bare være positive hvis foretakene er i stand til å fullfinansiere utvidelser av realkapitalen med tilbakeholdt overskudd. Hvis utvidelsene delvis skjer ved tilgang på ny ekstern egenkapital eller lånekapital, vil dette bli registrert som negative finansinvesteringer. Det normale vil derfor være at finansinvesteringene er negative for foretakssektoren.

Det må understrekes at det er betydelig usikkerhet knyttet til nasjonalregnskapstallene for foretakene, siden de i stor grad beregnes residualt på grunnlag av totaltall for økonomien og tall for de øvrige sektorene. Den institusjonelle sektorgrupperingen gir heller ikke mulighet for å skille mellom petroleumsvirksomhet, utenriks sjøfart og ikke-personlige foretak tilknyttet fastlandsøkonomien, noe som reduserer verdien av nasjonalregnskapstallene i analyser av fastlandsnæringene. Årsaken til dette er at foretak kan drive virksomhet i flere næringer, og en oppsplitting måtte dermed bygge enten på at foretakene ble gruppert etter næring ut fra hvor de har sin hovedvirksomhet eller på en oppsplitting av regnskapene for det enkelte selskap.

En fordeling av tallene for private ikke-personlige foretak der fastlandsforetak er skilt ut, vil muligens komme i forbindelse med Statistisk sentralbyrås hovedrevisjon av nasjonalregnskapet. I påvente av dette er det utarbeidet grove anslag for sparing og finansinvesteringer i fastlandsforetakene fra 1984, jf. figur 2.4.



Figur 2.4 Nettosparing, nettorealinvestering og nettofinansinvestering for Fastlands-foretak utenom finansinstitusjoner. Prosent av disponibel inntekt for Norge

Kilde: Egne beregninger

Som vist i figur 2.2 avtok realinvesteringene i de ikke-finansielle foretakene meget sterkt fra 1986 og fram til 1992. Som det framgår av figur 2.4 skyldtes dette i all hovedsak lavere investeringer i fastlandsforetakene, der utviklingen var påvirket av den svake konjunkturutviklingen og et meget høyt investeringsnivå i årene før. Det kraftige investeringsfallet bidro ifølge de, riktignok usikre, tallene som foreligger til positive finansinvesteringer i fastlandsforetakene fra 1989, og foretakene kunne dermed reversere noe av den sterke gjeldsoppbyggingen som hadde skjedd midt på 1980-tallet.

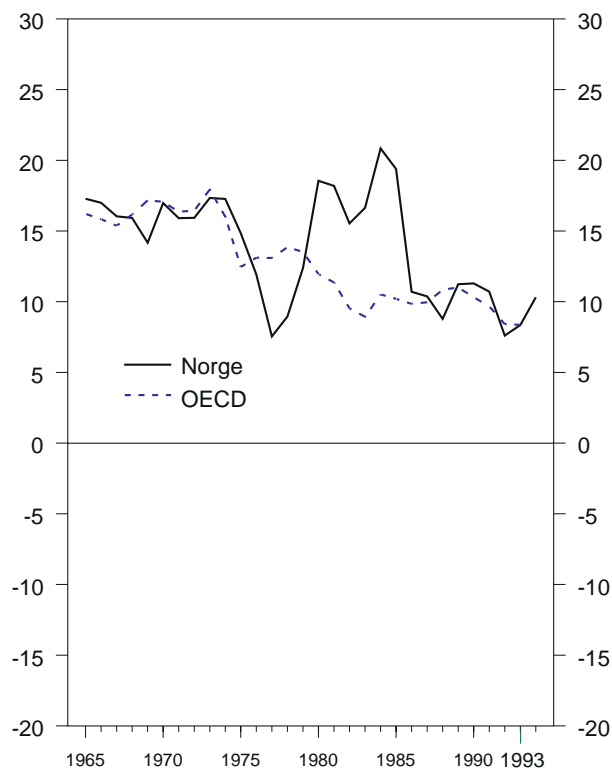
Siden 1992 har investeringene igjen økt noe. Også sparingen har imidlertid tatt seg opp, og for fastlandsforetakene synes gjeldsnedbyggingen å ha fortsatt fram til 1994. For de ikke-finansielle foretakene sett under ett har imidlertid sterk vekst i petroleumsinvesteringene bidratt til at finansinvesteringene igjen var blitt negative i 1994.

Som vist i figur 2.2 har *finansinstitusjonene* hatt positive netto finansinvesteringer gjennom hele perioden fra 1976. Dette må ses i sammenheng med at finansinvesteringene ifølge nasjonalregnskapet er et strømningsbegrep, og ikke tar hensyn til utlånstap eller andre *omvurderinger* av verdien på gjeld og fordringer. De store banktapene på slutten av 1980-tallet bidro dermed til en betydelig svakere utvikling i finanssektorens fordringsstilling enn det som følger av finansinvesteringene alene.

For husholdningene og resten av foretakssektoren bidro derimot utlånstapene til lavere bruttogjeld og dermed høyere nettofordringer.

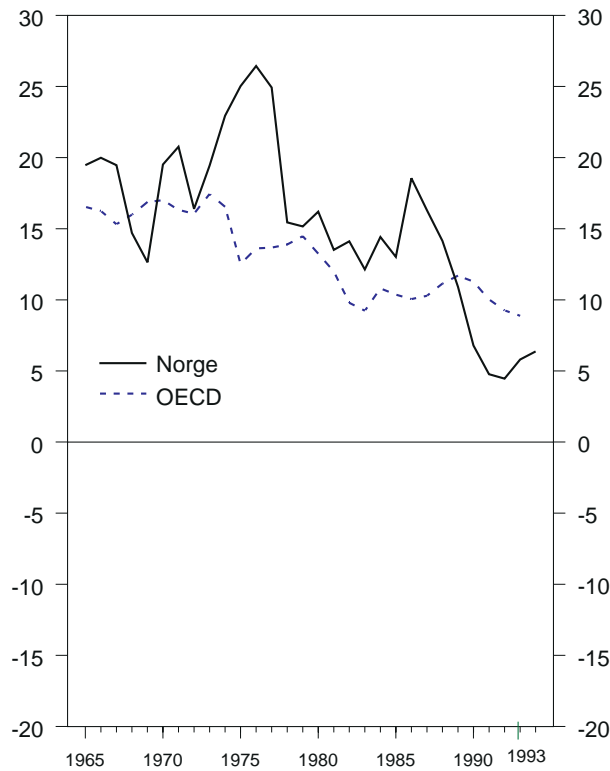
2.3 INTERNASJONALE SAMMENLIKNINGER

I figurene 2.5 og 2.6 og tabellene 2.1-2.3 har en sammenliknet spare- og investeringsutviklingen i Norge og utlandet. Figurene viser den samlede spare- og investeringsutviklingen i Norge og OECD-området siden 1965, mens tabellene viser den sektorvise fordelingen av sparing, realinvesteringer og finansinvesteringer i Norge og tilsvarende gjennomsnittstall for et utvalg av OECD-landene.



Figur 2.5 Nettosparing for Norge og OECD-landene. Prosent av disponibel inntekt

Kilde: OECD National Accounts og Statistisk sentralbyrå.



Figur 2.6 Nettorealinvesteringer for Norge og OECD-landene. Prosent av disponibel inntekt
Kilde: OECD National Accounts og Statistisk sentralbyrå.

Tabell 2.1: Nettosparing i Norge og OECD-land. Prosent av disponibel inntekt for landet

	Gjennomsnitt for:					
	1965-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-93
<i>Norge:</i>	16,2	16,3	11,9	18,1	10,5	8,9
Offentlig forvaltning	8,8	10,2	7,3	10,3	7,1	1,0
Privat sektor ¹⁾	7,4	6,1	4,6	7,8	3,3	8,0
Herav: Husholdninger	...	...	3,7	1,9	-1,6	3,0
<i>Øvrige nordiske land ²⁾ :</i>	16,0	16,0	9,4	6,2	8,3	2,3
Offentlig forvaltning	9,6	8,9	5,7	-0,4	4,9	-3,2
Privat sektor ¹⁾	6,4	7,1	3,7	6,7	3,3	5,4
Herav: Husholdninger	2,8	2,8	3,2	1,8	-1,3	3,7
<i>Viktige europeiske land for øvrig ³⁾ :</i>	17,3	15,0	12,3	9,0	10,3	8,2
Offentlig forvaltning	4,3	1,8	-0,4	-2,2	-1,1	-3,0

Tabell 2.1: Nettosparing i Norge og OECD-land. Prosent av disponibel inntekt for landet

	Gjennomsnitt for:					
	1965-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-93
Privat sektor ¹⁾	13,1	13,2	12,6	11,2	11,4	11,2
Herav: Husholdninger	9,7	11,4	11,3	10,6	8,3	9,7
<i>USA:</i>	11,1	9,5	8,5	5,6	4,0	3,0
Offentlig forvaltning	0,5	-1,3	-1,3	-4,1	-3,6	-5,0
Privat sektor ¹⁾	10,6	10,8	9,8	9,8	7,6	7,9
Herav: Husholdninger	6,8	8,1	7,1	8,1	5,4	5,7
<i>Japan:</i>	26,6	27,0	22,3	20,1	22,2	21,6
Offentlig forvaltning	6,5	6,7	2,4	3,6	7,6	8,9
Privat sektor ¹⁾	20,0	20,3	19,8	16,5	14,6	12,6
Herav: Husholdninger	12,1	16,3	17,1	13,6	11,6	11,9

- 1) Inkl. offentlig forretningsdrift. I tallene for Norge er kommunal forretningsdrift med i offentlig forvaltning fram til 1975.
- 2) Utenom Island. Danmark er med fra 1981. Sverige er med til 1992.
- 3) Nederland, Italia, Frankrike, Storbritannia og det tidligere Vest-Tyskland. Storbritannia er med fra 1968 og Italia og Nederland fra 1970. Tidligere Vest-Tyskland er med til 1992.

Kilde: OECD National Accounts og Statistisk sentralbyrå.

Tabell 2.2: Nettorealinvesteringer i Norge og OECD-land. Prosent av disponibel inntekt for landet

	Gjennomsnitt for:					
	1965-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-93
<i>Norge:</i>	17,6	20,9	19,6	13,4	13,3	5,0
Offentlig forvaltning	4,3	4,8	4,7	2,8	3,2	2,9
Privat sektor ¹⁾	13,4	16,2	15,0	10,6	10,1	2,1
Herav: Husholdninger	...	...	5,6	3,0	2,8	-0,4
<i>>Øvrige nordiske land ²⁾ :</i>	17,0	16,7	11,6	8,8	10,6	4,1
Offentlig forvaltning	5,2	4,1	3,4	2,3	1,7	1,7
Privat sektor ¹⁾	11,7	12,7	8,2	6,6	9,0	2,4
Herav: Husholdninger	3,0	3,9	3,8	2,3	2,2	0,3
<i>>Viktige europeiske land for øvrig ³⁾ :</i>	16,7	15,0	12,4	8,8	9,7	8,3
Offentlig forvaltning	3,8	3,4	2,7	2,2	2,0	2,0
Privat sektor ¹⁾	12,9	11,6	9,8	6,9	8,1	6,7
Herav: Husholdninger	3,0	3,3	3,2	3,0	2,7	1,9
<i>>USA:</i>	10,6	9,2	9,1	7,0	6,6	3,9
Offentlig forvaltning	1,6	0,8	0,4	0,4	0,5	0,7
Privat sektor ¹⁾	9,0	8,4	8,7	6,7	6,1	3,2

Tabell 2.2: *Nettorealinvesteringer i Norge og OECD-land. Prosent av disponibel inntekt for landet*

	Gjennomsnitt for:					
	1965-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-93
Herav: Husholdninger	3,8	4,1	4,3	2,8	3,1	1,5
>Japan:	25,9	25,9	22,0	18,0	18,5	18,4
Offentlig forvaltning	4,6	5,6	6,1	5,5	5,0	6,2
Privat sektor ¹⁾	21,3	20,3	15,9	12,5	13,5	12,2
Herav: Husholdninger	6,9	7,9	6,9	4,0	4,0	3,1

- 1) Inkl. offentlig forretningsdrift. I tallene for Norge er kommunal forretningsdrift med i offentlig forvaltning fram til 1975.
- 2) Utenom Island. Danmark er med fra 1981. Sverige er med til 1992.
- 3) Nederland, Italia, Frankrike, Storbritannia og det tidligere Vest-Tyskland. Storbritannia er med fra 1968 og Italia og Nederland fra 1970. Tidligere Vest-Tyskland er med til 1992. Avvikene mellom totaltallene og summen av sektortallene skyldes feil i fordelingen av sektorenes sparing på real- og finansinvesteringer for Italia.

Kilde: OECD National Accounts og Statistisk sentralbyrå.

Tabell 2.3: *Nettofinansinvesteringer i Norge og OECD-land. Prosent av disponibel inntekt for landet*

	Gjennomsnitt for:					
	1965-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-93
<i>Norge:</i>	-1,4	-4,7	-7,8	4,7	-2,9	3,9
Offentlig forvaltning	4,6	5,4	2,6	7,5	3,9	-1,9
Privat sektor ¹⁾	-5,9	-10,1	-10,4	-2,8	-6,7	5,9
Herav: Husholdninger	...	...	-1,9	-1,2	-4,3	3,4
<i>Øvrige nordiske land ²⁾ :</i>	-0,9	-1,0	-1,9	-2,5	-2,5	-1,8
Offentlig forvaltning	4,0	4,6	1,7	-3,6	3,4	-5,2
Privat sektor ¹⁾	-4,9	-5,4	-4,0	0,9	-5,8	3,3
Herav: Husholdninger	-0,1	-1,3	-1,0	-0,7	-3,6	3,2
<i>Viktige europeiske land for øvrig ³⁾ :</i>	0,5	0,2	0,1	0,2	0,4	-0,5
Offentlig forvaltning	-0,8	-2,9	-4,4	-5,6	-4,3	-6,0
Privat sektor ¹⁾	1,4	2,8	4,1	5,5	4,5	5,2
Herav: Husholdninger	6,5	8,1	8,1	7,6	5,5	7,7
<i>USA:</i>	0,5	0,5	0,0	-1,4	-2,8	-0,9
Offentlig forvaltning	-0,8	-1,5	-1,2	-4,2	-3,9	-5,5
Privat sektor ¹⁾	1,2	1,9	0,6	2,8	1,3	4,5
Herav: Husholdninger	2,5	3,4	2,4	5,0	2,0	3,9
<i>Japan:</i>	1,0	0,8	0,4	2,1	3,2	3,3
Offentlig forvaltning	0,9	-0,2	-5,1	-3,2	1,5	1,2

Tabell 2.3: Nettofinansinvesteringer i Norge og OECD-land. Prosent av disponibel inntekt for landet

	Gjennomsnitt for:					
	1965-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-93
Privat sektor ¹⁾	-0,3	1,2	5,3	5,3	2,1	1,8
Herav: Husholdninger	7,9	12,4	11,0	10,8	10,5	10,0

- 1) Inkl. offentlig forretningsdrift. I tallene for Norge er kommunal forretningsdrift med i offentlig forvaltning fram til 1975.
- 2) Utenom Island. Danmark er med fra 1981. Sverige er med til 1992.
- 3) Nederland, Italia, Frankrike, Storbritannia og det tidligere Vest-Tyskland. Storbritannia er med fra 1968 og Italia og Nederland fra 1970. Tidligere Vest-Tyskland er med til 1992. Avvikene mellom totaltallene og summen av sektortallene skyldes statistiske avvik og feil i fordelingen av sektorenes sparing på real- og finansinvesteringer for Italia.

Kilde: OECD National Accounts og Statistisk sentralbyrå.

Av datamessige hensyn har en i tabellene begrenset seg til å ta med de andre nordiske landene (utenom Island), de fleste av de store vest-europeiske landene samt USA og Japan. De landene som er med, står imidlertid for størstedelen av verdiskapingen, henholdsvis i OECD-området og Vest-Europa. USA og Japan er ført opp separat i tabellen, dels på grunn av landenes størrelse og dels fordi den japanske økonomien adskiller seg betydelig fra de andre landene på viktige områder. Vedleggstabellene 1 – 3 gir tilsvarende oversikter for hvert av de landene som omfattes av tabellene. Usikkerheten knyttet til nasjonalregnskapstallene og metodeforskjeller mellom land tilsier at en ikke legger stor vekt på forskjeller som er mindre enn 2-3 prosentenheter av disponibel inntekt.

Av figurene ser en at det har vært en klar nedgang i spare- og investeringsandelene også i OECD-området. Hovedinntrykket av figurene er at det, med unntak for perioden 1976-85, da utviklingen i Norge var preget av motkonjunkturpolitikk og framveksten av petroleumssektoren, har vært relativt små forskjeller mellom spare- og investeringsandelene i Norge og de øvrige OECD-landene, både om en ser på nivået på andelene og utviklingen i dem.

For perioden fra midten av 1970-tallet til midt på 1980-tallet er det imidlertid klare forskjeller mellom Norge og OECD-området. Investeringsandelen i Norge lå gjennomgående relativt høyt sammenliknet med de øvrige OECD-landene gjennom hele perioden, med investeringstopper i 1976 og 1986. Dette har blant annet sammenheng med utbyggingen av oljevirkosomheten, motkonjunkturpolitikken etter det første oljeprissjokket og den svært sterke kredittfinansierte oppgangen midt på 1980-tallet. Siden 1986 har imidlertid investeringsandelen vist en bratt nedgang i Norge, og andelen lå i 1993 klart lavere enn gjennomsnittet for OECD-området.

Også for nettosparingen er det betydelige forskjeller mellom Norge og de øvrige OECD-landene i perioden 1975-85. Motkonjunkturpolitikken etter det første oljeprissjokket bidro til svært lav sparing i Norge i første del av perioden. Mellom 1988 og 1985 økte deretter sparingen sterkt, blant annet som følge av sterk vekst i petroleumsproduksjonen og det andre oljeprissjokket.

Av tabell 2.1 ser en at både i Norge og resten av OECD-området forklarer lavere offentlig sparing den alt overveiende delen av fallet i spareandelen fra annen halvdel av 1960-tallet og fram til i dag. Norge adskiller seg imidlertid fra de andre landene ved at den offentlige sparingen holdt seg godt oppe fram til slutten av 1980-tallet, da spareren falt desto kraftigere. Fortsatt skiller imidlertid Norge seg fra resten av

OECD-området utenom Japan ved klart høyere offentlig sparing, jf. imidlertid omtalen av oljeinntektenes betydning ovenfor.

Den private spareandelen var lav både i Norge og det øvrige Norden i annen halvdel av 1970- og 1980-tallet. Gjennom 1980-årene var det også en markert nedgang i husholdningssparingen, mens foretakenes sparing har holdt seg godt oppe. Spareandelen har tatt seg opp igjen i begynnelsen av 1990-årene, og ligger omtrent på høyde med 1960- og begynnelsen av 1970-tallet. Det er særlig husholdningssparingen som har økt, noe som må ses som en reaksjon på den sterke gjeldsoppbyggingen i årene før. Det er foreløpig usikkert om dette innevarsler en periode med høyere privat sparing i Norden enn tidligere.

Både i Japan og USA har det vært en trendmessig nedgang i spareandelen, som særlig har falt på foretakssektoren. I Europa utenom Norden har nedgangen vært mer moderat og faller i sin helhet på foretakene.

Til tross for de siste årenes økning, ligger den private sparingen i Norge lavt sammenliknet med andre land. For årene 1991-93 lå den private spareandelen i Norge omtrent på samme nivå som i USA, og noe høyere enn for resten av Norden. Sammenliknet med de øvrige europeiske landene var imidlertid andelen vel 3 prosentenheter lavere, og denne forskjellen øker til nær 6 prosentenheter hvis en ser hele perioden fra 1965 under ett.

Som det framgår av tabellen er det særlig den lave husholdningssparingen som forklarer det lave private sparenivået i Norge. Av de landene som omfattes av tabell 2.1 er det bare Sverige som har hatt omtrent like lav husholdningssparing som Norge, jf. vedleggstabell 1. Husholdningenes sparing er nærmere omtalt i "*Husholdningenes sparing*" i avsnitt 3.5.

Mens det er altså er store forskjeller mellom Norge og de øvrige OECD-landene med hensyn til sparingens fordeling på sektorer, er de tilsvarende forskjellene betydelig mindre for realinvesteringene. Med unntak for de siste årene med unormalt lave investeringer, har husholdningenes realinvesteringer stort sett ligget omtrent på samme nivå i Norge og Europa for øvrig målt som andel av samlet disponibel inntekt³, mens andelen for offentlig forvaltning i Norge i gjennomsnitt har vært vel 1 prosentenheter høyere. Også realinvesteringene i foretaksektoren har gjennomgående ligget noe høyere i Norge enn i de andre landene, med unntak for Japan.

Tabell 2.3 viser hvordan de ulike sektorenes sparing og realinvesteringer har slått ut i finansinvesteringene. For de norske husholdningene bidrar kombinasjonen av lav sparing og om lag samme realinvesteringsnivå som i utlandet til svært lave netto finansinvesteringer, med unntak for de aller siste årene. Til gjengjeld har netto finansinvesteringene i offentlig forvaltning tradisjonelt ligget høyt i Norge. Den norske foretaksektoren har gjennomgående hatt noe lavere finansinvesteringer enn gjennomsnittet for de andre europeiske landene.

Mens det teoretiske inntektsbegrepet som er omtalt i innledningen til dette avsnittet definisjonsmessig vil gi likhet mellom sparing og *formuesoppbygging*, vil nasjonalregnskapets sparetall måtte korrigeres for verdiendringer på eiendeler og gjeld for å få fram formuesendringene. Tilsvarende vil endringer i netto finansformuen framkomme som finansinvesteringer korrigert for *omvurderinger* av eksisterende gjeld og fordringer⁴.

3. Tallene i tabell 2.2 innebærer en viss undervurdering av husholdningenes realinvesteringer i de europeiske landene utenom Norden, og en tilsvarende overvurdering av realinvesteringene i resten av privat sektor, siden husholdningenes realinvesteringer er ført som en del av investeringene i ikke-finansielle foretak i OECD-tallene for Vest-Tyskland (hele perioden) og Nederland (fram til 1984). Dette trekker ned gjennomsnittet for husholdningene for de ikke-nordiske landene med ca. 1 1/2 prosentenheter for de tre første periodene og ca. 1 prosentenheter deretter. For finansinvesteringene er det tilsvarende avvik, men med motsatt fortegn.

Tabell 2.4 nedenfor og vedleggstabellene 4-9 sammenlikner den finansielle formuesstillingen, regnet i markedsverdi, for ulike sektorer i Norge med tilsvarende gjennomsnittstall for seks av OECD-landene. Tabellen viser hvordan finansinvesteringene, dvs. sparing utenom realinvesteringer, og omvurderinger over tid har avleiret seg i finansielle nettofordringer. Tabellen er basert på data fra OECDs Financial Statistics, og tallene vil kunne avvike noe fra det som følger av nasjonalregnskapstallene ovenfor. Det må understrekes at tallene i tabell 2.4 bør brukes med forsiktighet som følge av statistisk usikkerhet og forskjeller mellom statistikkene for de ulike landene med hensyn til omfang, kriterier for verdifastsettelse og avgrensingen mellom de ulike finansielle objektene. Hovedtrekkene ved tabellen synes likevel å være godt i samsvar med det en skulle vente ut fra de forskjellene mellom sparestrukturen i Norge og utlandet som er omtalt tidligere.

Tabell 2.4: Fordringer og gjeld i ulike sektorer i Norge og enkelte andre land ved utgangen av 1992¹⁾. Prosent av disponibel inntekt for landet

	Norge	Sverige	Finland	Tyskland	Frankrike	USA	Japan
<i>Offentlig forvaltning:</i>							
Brto. fordringer	117	89	63	25	42	25	43
Brto. gjeld	65	97	75	55	74	82	95
Nto. fordringer	52	-8	-12	-30	-32	-57	-52
<i>Husholdninger:</i>							
Brto. fordringer	122	104	..	154	206	306	273
Brto. gjeld	97	72	..	14	64	82	89
Nto. fordringer	25	32	..	140	142	224	184
<i>Ikke-finansielle foretak:</i>							
Brto. fordringer	99	150	122	82	279	58	166
Brto. gjeld ²⁾	203	234	171	127	377	101	240
Nto. fordringer	-104	-84	-49	-46	-98	-43	-74

1) Tall for 1993 for Frankrike og Japan og for 1991 for USA.

2) Inkl. utstedt aksjekapital i markedsverdi.

Kilde: OECD Financial Statistics.

Av tabellen ser en at Norge skiller seg klart fra de andre landene ved lave nettofordringer for husholdningene. Mens de norske husholdningenes nettofordringer tilsvarte 25 pst. av disponibel inntekt for landet, var den tilsvarende andelen for de

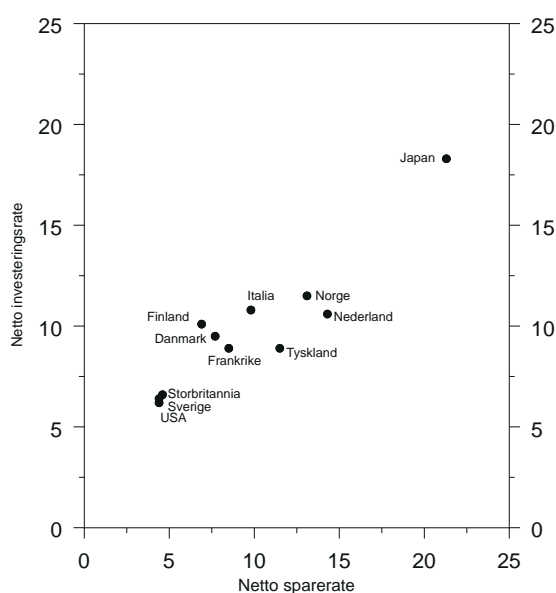
4. Hvilke omvurderinger det i praksis korrigeres for vil kunne variere betydelig mellom ulike statistikkilder, avhengig av hvilke kriterier som er lagt til grunn for verdsetting av fordringer og gjeld. Statistikk basert på pålydende eller bokførte verdier, blant annet Statistisk sentralbyrås finansstatistikk, vil i hovedsak ta hensyn til omvurderinger som følge av utlånstap. I statistikk basert på markedsverdier, som blant annet de finansielle sektorbalansene som utarbeides i Norges Bank og OECDs Financial Statistics, vil en i tillegg ta hensyn til kursendringer på aksjer og andre verdipapirer. For objekter uten løpende markedsmessig omsetning, som ikke-børsnoterte aksjer og statens eierinteresser i statlig forretningsdrift, vil imidlertid verdifastsettelsen kunne være relativt usikker. Fordrings- og gjeldsstatistikk korrigerer normalt ikke for inflasjonseffekter, men gir tall i løpende verdier. Ved å se fordringer og gjeld i forhold til løpende inntekter vil en i noen grad få korrigert for rene inflasjonseffekter.

fem andre OECD-landene i gjennomsnitt av størrelsen 150 pst. Av de andre OECD-landene er det Sverige som ligger nærmest Norge på dette punktet, med nettofordringer for husholdningssektoren på 32 pst. av samlet disponibel inntekt for landet. Disse tallene kan imidlertid undervurdere forskjellen mellom Norge og Sverige, siden deler av pensjonssparingen i Sverige ikke er med i fordringstallene for husholdningene, men i stedet er registrert som nettofordringer for forsikringssektoren, jf. vedleggstabell 7.

De lave nettofordringene i husholdningssektoren i Norge motsvares delvis av en klart gunstigere formuesstilling for offentlig sektor. For 1992 er nettofordringene i offentlig forvaltning i Norge anslått til 52 pst. av samlet disponibel inntekt for landet, mens de andre landene i gjennomsnitt har en tilsvarende gjeldsandel av størrelsen 40 pst. Tallet for Norge ligger noe høyere enn anslått i nasjonalbudsjettene, som følge av at en har med utestående skattekrav. Til forskjell fra nasjonalbudsjettene er det i tallene for bruttofordringer og bruttogjeld heller ikke korrigert for interne gjeldsforhold mellom ulike deler av offentlig forvaltning. Fordringstallene inkluderer kapitalinnskudd i statlig forretningsdrift, som for Norges del utgjorde om lag 20 pst. av disponibel inntekt i 1992.

2.4 SAMMENHENGEN MELLOM ET LANDS SPARING OG REALIN- VESTERINGER

Som vist i forrige avsnitt er det store forskjeller mellom spare- og investeringsandelen i ulike land. Samtidig synes det å være en klar tendens til at land med høyt sparnivå også har et høyt investeringsnivå. Dette er illustrert i figur 2.7, som viser sammenhengen mellom gjennomsnittlige spare- og investeringsrater i de landene som ligger til grunn for tabellene 2.1 og 2.2.



Figur 2.7 Gjennomsnittlige netto spare- og investeringsrater i ulike land i perioden 1981-93¹⁾

1. I prosent av disponibel inntekt

Kilde: OECD National Accounts og Statistisk sentralbyrå

En tilsvarende klar samvariasjon mellom spare- og investeringsratene i ulike land framkommer i en rekke studier, blant annet i en artikkel av Feldstein og Horioka⁵ fra 1980 som danner mye av utgangspunktet for den senere diskusjonen om sammenhengen mellom sparing og investeringer. Basert på gjennomsnittlige spare- og investeringsrater for perioden 1960-74 for 16 av OECD-landene kom Feldstein og Horioka fram til at nesten 89 pst. av sparingen hadde slått ut i økte realinvesteringer innenlands.

I artikkelen forsøkte Feldstein og Horioka også å vurdere om sammensetningen av sparingen på offentlig sektor, husholdningene og foretakssektoren var av betydning. Også her, som i senere analyser av Feldstein med flere etter liknende opplegg, var konklusjonen at det var en betydelig sammenheng mellom sparing og realinvesteringer på nasjonalt nivå. Samvariasjonen har imidlertid gjennomgående vist seg å avta noe over tid.

Den empiriske samvariasjonen mellom et lands sparing og realinvesteringer synes likevel godt dokumentert, og diskusjonen på området har i hovedsak knyttet seg til hva denne sammenhengen er uttrykk for.

Som omtalt i "*Sentrale sparebegreper*" i avsnitt 2.1 vil et lands sparing definisjonsmessig tilsvare summen av landets realinvesteringer og driftsbalansen overfor utlandet. Høy sparing i et land må dermed motsvares av tilsvarende høye realinvesteringer eller ved at det bygges opp fordringer overfor utlandet gjennom overskudd i utenriksøkonomien. En slik netto fordringsoppbygging overfor utlandet vil bare kunne skje gjennom *kapitalutgang* til utlandet, enten ved at innenlandske sektorer øker sine fordringer overfor utlandet eller ved at utlendinger bygger ned sine fordringer på innenlandske sektorer.

Hvor fleksible kapitalbevegelsene er vil dermed kunne ha betydning for sammenhengen mellom den nasjonale sparingen og landets realinvesteringer. Med fleksibilitet menes da hvor sterkt kapitalbevegelsene blir påvirket av forskjeller i kapitalavkastningen mellom det landet en ser på og utlandet. Dette vil blant annet avhenge av i hvilken grad innen- og utenlandske finansplasseringer oppfattes som nære alternativer.

Hvis det er fri bevegelighet for kapital og de internasjonale kapitalbevegelsene er svært rentefølsomme, vil sparingen søke mot de nasjonale markedene som gir høyest avkastning. I en situasjon med faste valutakurser vil dette presse rentenivået opp i land med lavt rentenivå i utgangspunktet, mens rentenivået presses ned i høyrenteland. Rentnivåene i ulike land vil dermed tendere mot hverandre uavhengig av nivået på den nasjonale sparingen, og alle landene vil stå overfor et felles rentenivå som avhenger av den samlede balansen mellom sparing og investeringer. I dette tilfellet vil den nasjonale sparingen ha liten betydning for et lands realinvesteringer, og de nasjonale kapitalmarkedene kan langt på vei oppfattes som deler av et internasjonalt integrert kapitalmarked.

Det andre ytterpunktet er at kapitalbevegelsene er små og relativt upåvirket av renteforskjeller. Dette vil være tilfelle for land som praktiserer regulering av kapitalbevegelser eller har lav kredittverdighet eller svakt utbygde finansielle markeder. Utenriksøkonomien vil da hele tiden måtte være nær balanse, og et høyt nasjonalt sparenivå vil slå ut i lavere rentenivå, slik at sparing og investeringer hele tiden blir like. Også forhold som mangel på informasjon og risikoaversjon kan føre til at kapitalmobiliteten blir liten.

Lav kapitalmobilitet kan dermed være en forklaring på den sterke samvariasjonen mellom sparing og realinvesteringer på nasjonalt nivå, og Feldstein og Horioka

5. Feldstein, M.S. og C. Horioka (1980), «Domestic Saving and International Capital Flows», *Economic Journal*, Vol. 90.

legger i sin artikkel hovedvekten på denne forklaringen. Denne konklusjonen har stor selvstendig interesse, men er også av stor betydning når en skal vurdere den økonomiske politikken på viktige områder:

- Hvis kapitalmobiliteten er lav, vil realinvesteringene i hovedsak bli bestemt av innenlandsk sparing. Et lavt sparenivå vil da medføre at også realkapitalen pr. sysselsatt vil bli liten. Dette vil bidra til høyere kapitalavkastning og lavere real-lønnsnivå i samfunnet, og hvis ikke dette aksepteres av lønnstakerne, til arbeidsledighet. Fra et sysselsettingssynspunkt gir derfor et lavt sparenivå i samfunnet større grunn til bekymring hvis kapitalmobiliteten er lav. Troen på at det er en slik sammenheng er en av forklaringene på at den lave sparingen har vekket bekymring i den økonomisk-politiske debatten i mange land.
- Graden av kapitalmobilitet er også av betydning i analyser av kapitalbeskatning. Med høy kapitalmobilitet vil investorer kreve samme avkastning etter skatt på innenlandske plasseringer som det en kan oppnå ved plasseringer i utlandet. Skatter og avgifter på kapital eller kapitalavkastning som kan unngås ved plasseringer i utlandet, vil dermed bli veltet over på lønningene og renteni-vået før skatt.

Siden 1970-tallet har det skjedd en stadig tettere integrasjon av de nasjonale finansielle markedene, blant annet som følge av dereguleringer av valuta- og finansmarkedene, utviklingen av datateknologi og telekommunikasjoner og nye finansielle instrumenter. På bakgrunn av dette ville en vente at kapitalmobiliteten etter hvert var blitt relativt høy. Også de store svingningene i driftsbalansen overfor utlandet i mange av OECD-landene siden 1980-tallet tyder på dette.

I den senere litteraturen på området, blant annet i en oversiktsartikkel av Obstfeld og Rogoff⁶ (1994), er det derfor reist sterke innvendinger mot de konklusjonene Feldstein og Horioka trakk på grunnlag av sitt datamateriale. Som også disse forfatterne kommer inn på i sin artikkel, kan den sterke samvariasjonen mellom sparing og realinvesteringer være et resultat av at de to størrelsene er påvirket av de samme bakenforliggende forklaringsfaktorene, snarere enn at det er noen direkte årsak-virkning sammenheng. Dette betyr i tilfelle at endringer i forhold som bare påvirker sparingen, ikke vil ha betydning for realinvesteringene.

Den sterke empiriske samvariasjonen mellom sparing og realinvesteringer må blant annet ses på bakgrunn av følgende forhold:

- For deler av økonomien kan det være mer dekkende å se sparingen som ledd i gjennomføringen av bestemte investeringsplaner, enn å se de samme investeringene som et resultat av et gitt sparenivå. Blant annet kan en stor del av husholdningenes sparing knyttes til boliginvesteringene, og for offentlig forvaltning vil en målsetting om budsjettbalanse innebære omtrent samme spare- og investeringsnivå. Samvariasjonen mellom sparing og realinvesteringer kan på disse områdene ses som resultat av at en sparer for å kunne investere, snarere enn som en årsak-virkning sammenheng mellom de to størrelsene.
- Myndighetene kan i den økonomiske politikken legge vekt på å motvirke ubalanser i utenriksøkonomien, noe som vil bety små forskjeller mellom sparing og realinvesteringer for landet sett under ett. Den sterke samvariasjonen mellom de to størrelsene vil da være et resultat av den økonomiske politikken.
- Fra nyere makroøkonomisk teori vet en at veksttaket i økonomien kan påvirke spare- og investeringsratene i samme retning. Den høye spare- og investeringsraten i Japan på 1960- og 1970-tallet kan for eksempel ses som et resultat av

6. Obstfeld, M og K. Rogoff (1994) «The Intertemporal Approach to the current account», NBER Working Paper.

- sterk vekstevne i japansk økonomi i perioden.
- Kapitaloppbyggingen i høyinntektslandene i OECD-området kan også være kommet så langt at en er kommet opp på en balansert vekstbane, kjennetegnet av jevn vekst i blant annet realkapitalen og nettofordringene overfor utlandet. Også i dette tilfellet vil en ha små over- eller underskudd i utenriksøkonomien, og dermed høy samvariasjon mellom sparing og realinvesteringer. For lavinntektsland vil situasjonen kunne være annerledes, og fram til gjeldskrisen i 1982 synes det også å ha vært mindre samvariasjon mellom spare- og realinvesteringsnivå for disse landene.

Alt i alt synes det å være såvidt mange andre mulige forklaringsfaktorer bak samvariasjonen mellom spare- og investeringsnivået at en vanskelig kan trekke klare konklusjoner om graden av kapitalmobilitet på dette grunnlaget alene. De empiriske forsøkene som har vært gjort på å forklare samvariasjonen mellom sparing og realinvesteringer på grunnlag av andre, bakenforliggende faktorer gir imidlertid heller ikke grunnlag for å avvise at sparenivået kan ha selvstendig betydning for realinvesteringene gjennom å påvirke de avkastningskravene investorer står overfor.

Som et alternativ til tilnærmingen ovenfor har en forsøkt å vurdere graden av kapitalmobilitet ved å prøve å anslå hvor sterkt kapitalbevegelsene reagerer på ulikheter i kapitalavkastningen mellom land og ved å sammenlikne kapitalavkastningen i ulike land. Også her står en imidlertid overfor store metode- og datamesige problemer.

De fleste av disse studiene er knyttet til kortsiktige kapitalplasseringer med lav risiko, og i hvilken grad slike plasseringer oppfyller det som har fått betegnelsen udekket renteparitet. Med dette menes at en bare vil ha forskjeller i kapitalavkastningen mellom land i den grad forskjellene motsvares av forventninger om endringer i valutakursene. Dersom forutsetningen om udekket renteparitet er oppfylt, vil et land for eksempel bare kunne holde et lavere rentenivå enn omverdenen hvis det forventes en appresiering av valutaen. Siden en ikke uten videre kan observere valutakursforventningene, er undersøkelsene i praksis ofte basert på den faktiske utviklingen i valutakursene.

Resultatene i Holden og Vikøren⁷ (1994) for de nordiske landene synes å være representative for denne typen studier. På kort sikt avviker den faktiske rente- og valutakursutviklingen betydelig fra forutsetningen om udekket renteparitet. Hvor mye av dette som skyldes egentlige avvik fra udekket renteparitet, og hvor mye feilaktige valutakursforventninger, er det imidlertid ikke grunnlag for å si. Avvikene fra udekket renteparitet blir gjennomgående mindre hvis en ser på avkastningen over en lengre periode av å rullere kortsiktige plasseringer, dvs. at en ved forfall foretar en ny kortsiktig plassering av de frigjorte midlene.

Samlet synes det å være betydelig kapitalmobilitet for kortsiktige, risikofrie kapitalplasseringer, og de avkastningsforskjellene som kan observeres skyldes trolig for en stor del feilaktige forventninger om valutakursen, snarere enn lav kapitalmobilitet. Land med høy sparing og stor privat kapitalutgang vil likevel trolig kunne holde et noe lavere rentenivå på slike plasseringer enn andre land. Hvor store utslag dette vil kunne gi har en imidlertid meget tynt empirisk grunnlag for å vurdere.

For langsiktige plasseringer og plasseringer med høyere risiko er den empiriske litteraturen enda mer begrenset. Siden lang sikt bare er kort sikt gjentatt over tid, skulle en imidlertid over tid vente om lag samme renteforskjeller mellom land for langsiktige som for kortsiktige plasseringer. Valutakursusikkerhet vil imidlertid tro-

7. Holden, S. og B. Vikøren (1994), «Interest Rates in the Nordic Countries: Evidence Based on Devaluation Expectations», *Scandinavian Journal of Economics* nr. 1, Vol. 96.

lig også her isolert sett bidra til et noe lavere rentenivå i land med stor sparing og privat kapitalutgang enn ellers. Flere forhold, blant annet nasjonale preferanser ved plassering av risikokapital og mindre kunnskap om utenlandske enn innenlandske plasseringsalternativer, kan bidra til at forskjellene i avkastning blir større for lang-siktig risikokapital.

Selv om det empiriske grunnlaget er begrenset, er det derfor alt i alt rimelig å anta at omfanget av den nasjonale sparingen kan ha en merkbar virkning på de innenlandske realinvesteringene gjennom å påvirke de avkastningskravene investorer står overfor. Også fordelingen av samlet sparing mellom offentlig sektor og foretaks- og husholdningssektoren, og mellom husholdningene, vil imidlertid kunne ha stor betydning for tilgangen på risikokapital. Som omtalt i "[Internasjonale sammenlikninger](#)" i avsnitt 2.3 er det særlig på dette siste punktet at Norge adskiller seg fra resten av OECD-området. For større foretak med internasjonal orientering vil imidlertid den innenlandske sparingen trolig ha mindre betydning for kapitaltilgang og investeringer.

KAPITTEL 3

Er sparingen stor nok?**3.1 PROBLEMSTILLINGEN**

I "*Sparing og realinvesteringer*" i kapittel 2 ble det vist til at sparing kan defineres som den del av inntekten som ikke blir anvendt til forbruk. Den vil da kunne gi grunnlag for forbruk senere, eventuelt føres videre som arv. Denne sammenhengen kan utvides til å omfatte negativ sparing, som vil innebære at man stifter gjeld som skal betales tilbake av senere inntekt. Spareatferden gir da uttrykk for en tidspreferanse for forbruk.

Denne tilnærmingen er særlig anvendelig til forklaring av husholdningenes sparing, som en skal komme tilbake til nedenfor. I prinsippet er det imidlertid ikke noe i veien for at et samfunn som helhet kan ha en tilsvarende tidspreferanse. Offentlige myndigheter kan se det som en oppgave å supplere den private sparing for å skape grunnlag for høyere forbruk og levestandard i fremtiden enn den private sparing alene ville gi. Siden investeringer i offentlige tjenester og infrastruktur inngår som vesentlige elementer i levestandarden, men ligger utenfor det området som den private sektor kan bestemme ved sin spareatferd, vil en slik supplering være nødvendig for at samlet forbruk skal få et forløp over tid som svarer til den private sektors tidspreferanse. Dessuten kan samfunnet kollektivt ha vurdering av ønskeligheten av en økonomisk vekst til fordel for fremtidige generasjoner, som avviker fra hva husholdningene legger til grunn. Ønsket om å legge grunnlag for en sterk økonomisk vekst var således en viktig begrunnelse for at man gjennom 1950- og 60-årene holdt en høy sparerate ved en omfattende offentlig sparing.

Det er imidlertid vanskelig å se den nedgang i spareraten som har funnet sted i de industrialiserte land i løpet av de siste tjue år, som uttrykk for en valgt tidspreferanse for samlet forbruk. Spørsmålet om spareatferd i såvel industrialiserte land som utviklingsland er grundig behandlet i Det internasjonale Valutafondets (IMF) «World Economic Outlook» fra april 1995. Rapporten viser til at nedgangen spesielt i den offentlige sparingen i de industrialiserte land har økt realrentenivået og resultert i et varig lavere produksjons- og forbruksnivå enn man ville hatt med bedre budsjettbalanse. Denne tendensen vil bli forsterket med fortsatte underskudd. Rapporten gir en sterk argumentasjon for en økning av samlet sparing i industrialiserte land gjennom en reduksjon eller eliminering av de offentlige underskuddene.

Også i OECD er de store offentlige underskudd og den gjeldsøkning de medfører, regelmessig blitt fremholdt som ett av de mest alvorlige problemer industrilandene er stilt overfor. Og like regelmessig gir medlemslandene dette synspunktet sin fulle tilslutning.

Det er særlig to forhold som kan bidra til å forklare denne uoverensstemmelsen mellom den budsjettpolitikk en finner ville være riktig, og den som faktisk blir ført.

For det første har det en historisk bakgrunn med konjunkturtilbakeslaget etter oljeprisøkningen tidlig på 1970-tallet, som førte til nedgang i offentlige inntekter og økning i utgiftene. I tillegg ble det i mange land ført en aktiv stimuleringspolitikk for å motvirke tilbakeslaget uten at dette lyktes i en slik grad at man fikk rettet opp finanspolitikken. Rentebelastningen av en stigende statsgjeld gjorde at det ble stadig mer kostbart, både økonomisk og politisk, å bringe budsjettene tilbake i en forsvarlig balanse. For det andre er selve budsjettprosessen i de fleste land basert på at det er de enkelte utgiftsposter og bestemmelser om skatter og avgifter som er gjenstand for vedtak, og at det kan stå skiftende flertall bak de vedtak som blir truffet.

Budsjettbalansen blir et resultat av de enkelte vedtakene og behøver ikke være i samsvar med hva et flertall i nasjonalforsamlingen anser som forsvarlig.

Med de vanskeligheter man på denne måten står overfor med hensyn til å gjennomføre en politikk for optimal sparing, får det mindre praktisk betydning at det er vanskelig å finne gode holdepunkter for hvilken sparing som ville vært optimal. Det politiske siktemål vil begrense seg til å bringe sparingen opp på et høyere nivå enn den faktisk er.

For privat sektor har man lite grunnlag for å overprøve de beslutninger som blir truffet innenfor sektoren selv under de rammebetingelser som gjelder for den. Derimot er det viktig at rammebetingelsene ikke skaper utilsiktede forvridninger mellom vilkårene for ulike former for sparing. Videre må sektoren ha et mest mulig korrekt grunnlag for en vurdering av sin økonomiske stilling over tid.

Fra myndighetenes side er det naturlig først og fremst å rette oppmerksomheten mot den offentlige sektor selv.

Her kan det stilles visse minstekrav som kan oppnå å bli allment akseptert. Maastricht-traktatens krav om at offentlig underskudd ikke må være mer enn 3 pst. av BNP for at EU-land skal kunne bli medlem av den økonomiske og monetære union, vil innebære et slikt minstekrav også for den offentlige sparing. Det samme vil gjelde et bestemt nivå for, eller en stabilisering av statsgjelden.

Et forsøk på å finne et mer begrunnet fundament for hvilke krav som må stilles til den offentlige sparing, finner en i generasjonsregnskapet. Prinsippene for dette er nærmere behandlet i vedlegg til Nasjonalbudsjettet 1995. Utgangspunktet er her hvilken budsjettbalanse en i dag måtte ha om dagens regelverk og standarder skulle kunne videreføres uten økte skatter eller reduserte utgifter en gang i fremtiden. Også dette er et normativt krav som imidlertid har sin styrke i at det er lett forståelig og intuitivt virker rimelig. Beregningsmetodene og de forutsetninger som må legges til grunn er mer kompliserte og kan gi større grunnlag for diskusjon.

3.2 SAMMENHENGEN MELLOM OFFENTLIG OG PRIVAT SPARING

Det kunne tenkes at den private sektor var så forutseende at den forsto at den gjeldsøkning som følger av offentlige underskudd, en gang måtte betales tilbake gjennom høyere skatter og reduserte ytelser, og at den derfor ville øke sin sparing for å møte denne situasjonen. En slik atferd har i økonomisk teori fått betegnelsen «Rikardiansk ekvivalens». Hypotesen blir imidlertid gjennomgående bare delvis bekreftet av erfaringene.

IMF finner i sin gjennomgang ved sammenligninger både mellom land og over tid at variasjoner i offentlig sparing motsvares for ca. 50 prosents vedkommende av en endring i motsatt retning av den private sparing. Det meste av denne sammenhengen er knyttet til sammenligninger mellom land, og det er usikkert i hvilken grad en observert spareatferd for privat sektor i ett land kan overføres til et annet om det skjer endringer i den offentlige sparing. Man skulle derfor stå på rimelig trygg grunn om en sier at en nedgang i offentlig sparing i noen grad vil motvirkes av økt privat sparing, men at den for størstedelen vil gi utslag i redusert samlet sparing. Valutafondets analyse antyder at en økt offentlig sparing i mindre grad vil bli motvirket av en nedgang i privat sparing dersom økningen kan tilskrives reduserte utgifter enn hvis den skyldes økte skatter.

En slik tilbakevirkning fra offentlig til privat sparing er i tråd med norske erfaringer fra de senere år. Etterspørselseffekten av den ekspansive budsjettpolitikken i årene 1990-92 ble delvis motvirket gjennom en markert økning i den private sparingen i samme periode. Utviklingen de aller siste årene kan imidlertid reise tvil om hvor varig en slik virkning er.

Sammenfattende kan en si at erfaringene klart viser at den offentlige sparing spiller en nøkkelrolle for den samlede sparing. Dette betyr ikke at man kan se bort fra betydningen av den private sparing og særlig ikke til hvilken sammensetning den har.

3.3 OFFENTLIG SPARING

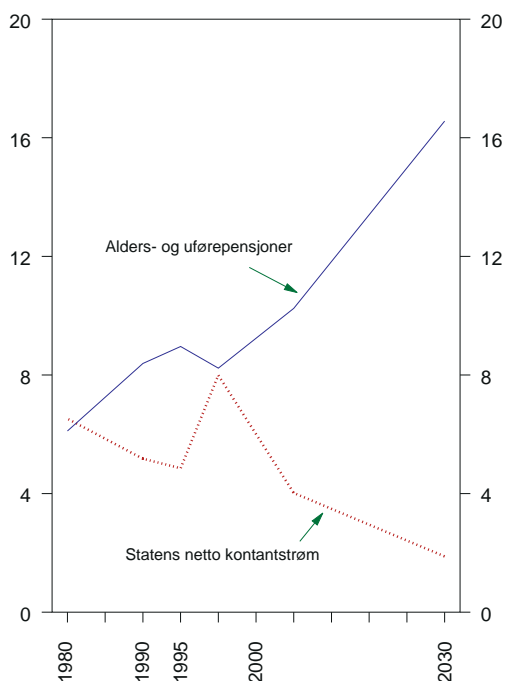
Som det fremgår av figur 2.4 er det siden 1970 bare i årene 1980-85 at netto spare-raten i Norge har ligget markert høyere enn i OECD-området som helhet. Disse årene var preget av at petroleumsproduksjonen økte vesentlig rundt 1980, samtidig som oljeprisen regnet i kroner holdt seg på et høyt nivå. Anbefalingene fra Valuta-fondet om å bringe den samlede sparing opp på et høyere nivå, har således den samme gyldighet for Norge som for andre industriland.

Norge skiller seg imidlertid fra de øvrige land med en langt høyere og i de fleste år positiv, offentlig sparing. Gjennom de siste 15 år kan dette tilskrives statens petroleumsinntekter, som har en motpost i reduksjon av gjenværende ressurser.

I Revidert nasjonalbudsjett 1995 er det anslått et overskudd for statsforvaltningen i inneværende år på 11 milliarder kroner, og for den offentlige sektor som helhet er anslått til 1,3 pst. av BNP. Dersom en legger til grunn at offentlig sektor ikke skal måtte låne for å finansiere sine investeringer, kan en derfor si at sparingen er mer enn tilstrekkelig. Sammenlikninger med andre land, som nesten alle har under-skudd, styrker inntrykket av solide offentlige finanser.

Spørsmålet må imidlertid vurderes også ut fra et mer langsiktig perspektiv, der petroleumsinntektenes bidrag til sparingen i tiden fremover og de forpliktelsene som hviler på staten til pensjonsutbetalinger fra folketrygden, blir av særlig betydning. Den forventede utvikling er omtalt i Revidert nasjonalbudsjett 1995.

I tiden fram mot århundreskiftet vil det finne sted en sterk økning i netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten, som vil bli inntektsført over petroleumsfondet og inngå i offentlig sparing. Den sterke økningen skyldes for en stor del nedgang i statlige petroleumsinvesteringer under Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE), og gir derfor ikke en tilsvarende økning i offentlig sparing. Etter århundreskiftet ventes netto kontantstrøm å avta, og målt i forhold til BNP, vil den i 2010 være lavere enn i inneværende år. Nedgangen fortsetter deretter ut gjennom århundret.



Figur 3.1 Utviklingen i alders- og uførepensjoner og statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten. I prosent av BNP

Kilde: Finansdepartementet.

Folketrygdens pensjonsforpliktelser etter dagens regler ventes de nærmeste år å være svakt fallende, for deretter å stige markert etter århundreskiftet og med en ytterligere forsterket stigning fra rundt 2010.

I vedlegg til Nasjonalbudsjettet 1995, der prinsippene for generasjonsregnskapet ble omtalt, ble det «rent illustrasjonsmessig» anslått at budsjettene for offentlig forvaltning burde styrkes med 20-40 milliarder kroner dersom de krav til balanse som der er lagt til grunn, skulle vært oppfylt (Nasjonalbudsjettet 1995, s. 235). I Revidert nasjonalbudsjett 1995 er dette tallet redusert til 10-30 milliarder kroner ut fra et bedre utgangspunkt og oppjustering av petroleumsinntektene.

Nå skal man ikke ta for gitt at folketrygdens pensjonsforpliktelser vil bli innfridd nøyaktig ut fra dagens forutsetninger. Utvalget er imidlertid forutsatt å legge til grunn at «folketrygden skal utgjøre en bærebjelke» i det samlede pensjonssystemet. Selv uten denne forutsetning synes det klart at vi står overfor en moralsk og politisk forpliktelse overfor de som har basert seg på folketrygdens ytelser, i tillegg til de rent demografiske realiteter. Overføringene til de pensjonsberettigede vil komme til å få avgjørende betydning for de offentlige finanser i første halvdel av neste århundre. I lys av disse er åpenbart både offentlig og samlet sparing for lav.

Det fremgår av det som er sagt foran, at den offentlige sparerate på basis av høye petroleumsinntekter bare kan ventes opprettholdt de nærmeste 10-15 år. Selv med en tilpasning av finanspolitikken til nedgangen i petroleumsinntektene, må en

regne med at samlet sparerate deretter i langt større grad enn før vil avhenge av utviklingen i den private sparing.

Situasjonen med stigende pensjonsforpliktelser overfor en aldrende befolkning er ikke spesiell for Norge. Den er mer eller mindre den samme i alle vest-europeiske land og er enda sterkere markert i Japan. I forhold til andre land har vi i utgangspunktet sterkere statsfinanser, men står til gjengjeld på lengre sikt overfor en kjent nedgang i statens inntektsgrunnlag som andre land ikke har noe motstykke til. Målt i forhold til BNP er statens petroleumsinntekter av noenlunde samme størrelsesorden som det gjennomsnittlige underskudd for offentlig sektor i vest-europeiske land. På lang sikt står vi derfor overfor statsfinansielle problemer av samme omfang som det øvrige Vest-Europa. I et slikt tidsperspektiv skiller vi oss særlig ut med den forholdsvis lave, private sparerate som er påpekt i "*Sparing og realinvesteringer*" i kapittel 2.

En sterk økning i den offentlige sparing i den perioden der statens petroleumsinntekter er særlig høye, er ikke bare nødvendig for å kunne møte de fremtidige forpliktelser fra folketrygden. Den er også en forutsetning for at anvendelsen av inntektene ikke skal påvirke strukturen i norsk nærings- og arbeidsliv på en slik måte at den er spesielt tilpasset innenlandsk og særlig offentlig etterspørsel, og at strukturen derfor må legges om når nedgangen i petroleumsinntektene ikke lenger gjør det mulig å finansiere etterspørselen. En slik omlegging vil uvegerlig måtte medføre produksjonstap og sysselsettingsproblemer.

Skal man unngå at anvendelsen av de økte oljeinntektene binder opp næringsstrukturen, må de plasseres som fordringer overfor utlandet. Dette er også forutsetningen for at man skal kunne trekke på dem når inntektene avtar, uten at dette får uheldige realøkonomiske virkninger innenlands.

3.4 FORETAKENES SPARING

Sparing i foretakene er identisk med tilbakeholdt overskudd etter skatt. Den er således bestemt av tre komponenter: overskudd, utbytte og skatt.

Overskuddet vil være bestemt av markedsmessige forhold, foretakenes forretningsstrategi, lønnsnivå og andre driftskostnader samt offentlige rammevilkår. Sett fra foretakenes side vil det alltid være ønskelig med større overskudd, men det er vanskelig å finne allmenne kriterier for en vurdering av om de er «for små», og det er ikke lettere å anviser konkrete tiltak som kunne øke dem uten å støte mot andre hensyn politikken skal ivareta. Disse ville i alle fall måtte være av generell næringspolitisk karakter.

Utvalget vil forøvrig peke på at vi har bak oss en periode som var preget av først et innenlandsk og så et internasjonalt konjunkturtilbakeslag. Når regnskapsstatistikken for 1994 foreligger, er det grunn til å tro at den vil vise en vesentlig bedring av foretakenes resultater. Fremskrivningen av inntektsutviklingen foretatt i Norges Bank (Penger og Kreditt 1994/4) tyder på at den bedrede situasjon kan ventes å vedvare. Mot denne bakgrunn bør det vises en viss varsomhet med å trekke slutninger om fremtidig foretakssparing på basis av historiske tall.

Utbytte fastlegges av bedriftene selv ut fra en vurdering av om eierne er tjent med at kapitaloppsamling skjer i bedriften eller på eiernes hånd. I tillegg må det tas hensyn til at utbyttepolitikken har betydning for muligheten for å tiltrekke seg ekstern egenkapital. I sum er det vanskelig å si om og eventuelt hvilken betydning utbyttene har for samlet sparing. Tidligere har myndighetene anvendt utbytteregulering for å styrke sparingen i bedriftene og som et element i inntektspolitikken. Effekten av dette er imidlertid tvilsom og erfaringene tilsier ikke at slike tiltak vil bli aktuelle i fremtiden.

Skattleggingen er av vesentlig betydning for sparing i bedriftene. En må likevel ikke se bort fra at overskudd før skatt kan være påvirket av skattleggingen på en slik måte at skatten i noen grad overveltes på prisene eller mot lønn. Prisoverveltning kan særlig være aktuelt i skjermet næringsliv. Konkurransen, både innenlands og overfor utlandet, vil imidlertid begrense slike muligheter.

Bedriftsbeskatningen var et hovedtema i skattereformen fra 1992. Utvalget har verken hatt tid eller forutsetninger for å gå inn i de sentrale spørsmål her, som for eksempel avskrivningsregler, fondsopplegg i selskapene eller delingsmodellen. Det er også lagt til grunn i mandatet for utvalget at «hovedprinsippene for skattereformen videreføres». Utvalget vil likevel peke på at tilbakeholdt overskudd er bedriftenes viktigste kapitalkilde, slik at beskatningen av overskudd er avgjørende for kapitaloppbyggingen i bedriftene.

3.5 HUSHOLDNINGENES SPARING

Det er foran vist at spareraten gjennom de siste tjue år har hatt den samme fallende tendens i Norge som i de øvrige industrialiserte land. Det er videre pekt på at etter århundreskiftet vil fallende petroleumsinntekter samtidig som trygdeforpliktelsene øker, trekke sterkt i retning av nedgang i den offentlige sparing. I den utstrekning det ikke lykkes å motvirke dette gjennom finanspolitisk tilstramning, vil en opprettholdelse av samlet sparerate forutsette høyere sparing i privat sektor. Det vil være vanskelig, og kanskje heller ikke ønskelig, å gjennomføre en forskyvning i inntektsfordelingen fra husholdninger til foretak som alene vil sikre den nødvendige økning i privat sektors samlede sparing. Ut fra dette vil opprettholdelse av samlet sparerate, og enn mer en heving av den, på lenger sikt forutsette en økt husholdningssparing. Skal den kunne gi et bidrag til utviklingen i næringslivet, som er utgangspunktet for de problemstillinger utvalget er bedt om å vurdere, er det avgjørende at en slik økning finner sted i form av økte fordringer og ikke i for høy grad bindes opp i husholdningenes egen realkapital. Som det er vist i tab. 3.1, er husholdningssparingen lav i Norge sammenliknet med andre land. Ut fra mandatet for utvalget vil en her legge hovedvekten på forhold som kan forklare det *langsiktige* nivået på husholdningenes sparing og sparingens fordeling på boligkapital og ulike finansobjekter, og hvilke av disse forhold myndighetene har mulighet for å påvirke.

Tabell 3.1: Sparing i husholdningene i Norge og i andre land. Prosent av husholdningenes disponible inntekt

	1976-80	1981-85	1986-90	1991-93
Norge	5,5	3,0	-2,6	4,4
USA	7,3	8,0	4,7	4,8
Japan	20,4	16,5	14,8	14,7
Tyskland	12,6	12,0	12,8	12,6
Frankrike	18,7	15,9	11,8	13,7
Italia	25,1	20,4	17,5	18,6
Storbritannia	11,3	11,1	7,5	11,3
Canada	12,5	15,3	10,0	10,6
Østerrike	10,3	8,6	12,2	12,3
Belgia	19,4	17,2	16,5	21,7
Danmark	7,2	15,5	8,8	15,8
Finland	3,7	4,8	0,8	5,7
Irland	15,7	15,1	9,8	13,1
Nederland	3,3	1,9	2,9	1,7
Sverige	4,1	2,7	-2,4	5,9
Sveits	4,2	5,6	9,7	13,1

Kilde: OECD

I analyser av husholdningenes spareadferd er det vanlig å ta utgangspunkt i følgende forhold:

- Husholdningenes løpende inntekter og inntektsvekst
- Inflasjon
- Befolkningsvekst og andre demografiske variable
- Rentenivå og realrente etter skatt
- Husholdningenes formuestilling
- Pensjonssystem, for eksempel om det finnes offentlige pensjonsordninger
- Omfanget av arbeidsledighet og andre forhold som kan ha betydning for husholdningenes tillit til fremtiden
- Selvstendiges andel av sysselsetting

I Norge er det gjort få studier til belysning av husholdningenes spareatferd. I en undersøkelse av Skjæveland og Stokstad (1988)⁸ ble det, ved hjelp av sammenlikninger mellom 10 land innenfor OECD-området for perioden 1975-85 tatt sikte på å belyse hvordan enkelte av de faktorene som er nevnt over har påvirket sparingen i husholdningene. De variable som pekte seg ut som klart utsagnskraftige for å forklare spareatferden, var realrente etter skatt, andelen av selvstendige, inflasjon og omfanget av folketrygd, målt som innbetalinger i forhold til husholdningenes disponible inntekt. For de tre første variablene er sammenhengen positiv, for den siste negativ.

8. Skjæveland, A. og P. E. Stokstad (1988), «Hvorfor sparer nordmenn så lite?», Penger og kreditt 1988:3, Norges Bank.

Utvalgets utgangspunkt er at en økning i husholdningenes sparing er viktig for på lengre sikt å opprettholde kapitaldannelsen i samfunnet. For påvirkning spesielt av husholdningssparingen blir de faktorer som allerede inngår som elementer i den generelle økonomiske politikk (inntektsvekst, lav inflasjon, arbeidsledighet og offentlig budsjettbalanse) av mindre interesse. Det samme gjelder faktorer som ikke, eller bare på svært lang sikt, kan påvirkes (befolkningenes alderssammensetning, selvstendiges andel av sysselsettingen). En blir da stående igjen med folketrygd og realrente etter skatt som forklaringsvariable av mer spesiell betydning for sparingen, og som samtidig i større eller mindre grad blir bestemt gjennom politiske beslutninger.

Betydningen av *folketrygd* har godt grunnlag i økonomisk teori. Sparing som uttrykk for en tidspreferanse for forbruk ble nevnt allerede i innledningen til dette kapitlet. Spesielt for husholdningene har den fått betegnelsen livssyklus-teorien (Modigliani 1954, 1986)⁹.

Hovedtanken er at husholdningenes spare- og konsumatferd kan oppfattes som resultat av planleggingsprosess der husholdningene fastlegger sparing og forbruk over hele livsløpet på best mulig måte innenfor de rammene som følger av den samlede inntekten en kan regne med. Det spare- og forbruksnivået en til enhver tid kan observere, er dermed bare første trinn i en langsiktig spare- og forbruksplan.

Livssyklus-teorien innebærer at en husholdning vil ha positiv sparing i livsfaser der inntekten ligger høyt eller der forbruksbehovet er lavt, mens sparingen vil være negativ i perioder med lav inntekt eller høyt forbruksbehov. Den vil normalt tilsi at husholdningene har positiv sparing gjennom deler av den yrkesaktive perioden, slik at husholdningene bygger opp fordringer som en kan trekke på når arbeidsinntekten faller bort ved pensjonsalderen.

Dette behovet blir redusert dersom inntekten opprettholdes gjennom offentlige trygdeordninger. Alternativt kan en si at den enkelte oppfatter sine rettigheter i trygdeordningen som egen formue, uansett at den ikke er registrert som en formuespost med motsvarende gjeld for staten.

Under dagens forhold, med frie internasjonale kapitalbevegelser, vil nivået for langsiktig realrente særlig være bestemt som en pris som klarer markedet mellom tilbud og etterspørsel etter kapital. Den er for så vidt et resultat av økonomisk politikk og ikke et politisk instrument. Derimot er realrente etter skatt (realavkastningen) i høy grad influert av politiske beslutninger.

Sammenhengen mellom sparing og realavkastning har vært et omdiskutert spørsmål i økonomisk teori. På den ene side vil høy realavkastning gi mye igjen senere ved å redusere forbruket nå. Denne «substitusjonseffekten» trekker i retning av å skyve forbruket ut i tid. På den annen side betyr høy realavkastning at forbruket må reduseres mindre for å oppnå en bestemt «inntektseffekt» av formuesoppsamlingen, noe som derfor trekker i retning av mindre sparing.

Det er derfor ikke overraskende at empiriske undersøkelser gir vekslende resultater, avhengig av hvordan de er gjennomført og bl.a. hvilke aldersgrupper de gjelder.

Med hensyn mer spesielt til betydningen av den skattemessige behandling av renteutgifter, er det likevel forholdsvis sterke indikasjoner. I tabell 3.2 er vist spare-rater for husholdningene i fem OECD-land med den mest generøse behandling av

9. Modigliani, F. og R. Brumberg (1954), «Utility analysis and the Consumption Function: An interpretation of Cross-section Data», i Kurihara, K. (ed) Post-Keynesian Economics, New Brunswick, Rutgers University Press. Modigliani, F. (1986), «Life Cycle, Individual Thrift and the Wealth of Nations», American Economic Review vol. 76 no 3.

renteutgifter og åtte med den minst generøse behandling. Den lavere sparerate i de førstnevnte er ganske utpreget.

Tabell 3.2: Husholdningenes sparing i pst. av disponibel inntekt i sektoren

	1985	1987	1988	1989	1990
<i>Land med mest generøs behandling av rentefradrag</i>					
Finland	3,9	1,8	-1,7	0,0	1,4
Nederland	2,0	2,1	2,5	3,8	6,5
Norge	-2,5	-6,1	-2,4	0,9	1,9
Spania	8,4	7,5	8,6	7,6	7,4
Sverige	1,8	-3,4	-5,1	-5,1	-0,2
USA	4,5	3,0	4,3	4,7	4,6
Gjennomsnitt	3,0	0,6	1,0	2,0	3,7
<i>Land med mindre generøs behandling av rentefradrag</i>					
Australia	7,7	6,4	6,5	6,9	6,0
Belgia	8,3	11,8	13,1	14,4	14,3
Canada	13,3	9,4	10,0	11,0	10,9
Frankrike	14,0	10,8	11,4	11,6	11,8
Tyskland	11,5	12,7	12,7	12,6	13,4
Italia	18,0	15,4	15,4	14,4	15,1
Japan	15,6	14,7	14,3	14,2	14,3
Storbritannia	9,7	6,5	5,2	6,5	8,6
Gjennomsnitt	12,3	11,0	11,1	11,4	11,8

Kilde: Tanzi, V. (1992), «The Need for Tax Coordination in an Economically Integrated World», mimeo, International Monetary Fund.

Skattereformen av 1992 betydde en innstramning for Norges vedkommende, men vi er ett av de svært få land som gir fullt rentefradrag for forbrukslån, og selv en skattesats for renteutgifter på 28 pst., er ikke spesielt lav sammenliknet med andre land. Norge høres nok derfor fortsatt med i gruppen av land som gir renteutgifter en generøs skattemessig behandling. Det er dessuten grunn til å anta at det tidligere skatteregimet har skapt sparevaner som sitter lenge i.

Om det i litteraturen er tvil med hensyn til realavkastningens betydning for samlet sparing, er det stor samstemmighet om at forskjell i realavkastning mellom ulike typer av formue har stor betydning for dens sammensetning og dermed for hvilken retning sparingen tar. En kommer tilbake til dette i "[Næringslivets finansiering og egenkapitaltilgang](#)" i kap. 4, men skal her særlig peke på forskjellen mellom den skattemessige behandling av realkapital og finansielle fordringer.

Husholdningenes realkapital er først og fremst boliger for fast opphold og fritidsboliger. Andre former for forbrukskapital har enten marginal betydning (kunst, samlerobjekter) eller er lite egnet som formuesplassering (motorkjøretøyer, fritidsbåter).

I Norge er formuesansettelsen for bolig gjennomsnittlig rundt en firedel av salgsverdien, og eiendomsskatten, som er lav sammenliknet med andre land, utlignes på dette lave grunnlag. Også beregnet inntekt av egen bolig ligger lavt i forhold til inntekt av annen formue.

Fram til 1992, da høyere skattesatser førte til at gjeldsrenter ga større skattefradrag, var fordelene ved å investere i boliger enda større, og dette er fortsatt av avgjørende betydning for hvordan husholdningenes formue er plassert.

I en samlet vurdering av de forhold som påvirker husholdningenes sparing i Norge, legger utvalget til grunn at vårt godt utbygde trygdesystem svekker deres sparemotiv. Desto viktigere er det at den offentlige sparing opprettholdes.

Det er mer usikkert hvordan skattebestemmelsene påvirker husholdningenes samlede sparing, selv om tabell 3.1 foran gir nokså sterke indikasjoner. Derimot kan det ikke være tvil om at de trekker sterkt i retning av at sparing blir plassert i realformue fremfor finansformue.

3.6 UTVALGETS VURDERINGER

Som nevnt foran gir den sviktende kapitaldannelse i de industrialiserte land grunn til bekymring på det internasjonale plan, ikke minst fordi den har sammenheng med store underskudd i de offentlige finanser og fører til økende offentlig gjeld. Sammenliknet med andre land har Norge sterke offentlige finanser, men en lavere privat sparerate som i særlig grad kan tilskrives liten sparing i husholdningene. Samlet sparerate atskiller seg ikke markert fra gjennomsnittet for industrialiserte land.

Den offentlige sparing er i høy grad basert på statens petroleumsinntekter som må ventes å vise gradvis fall utover i neste århundre, etter at de gjennom de nærmeste 10-15 år har vært svært høye. Det vil stille store krav til finanspolitikken å sikre en forsvarlig balanse i de offentlige budsjetter til tross for denne nedgangen og de forpliktelser som påhviler folketrygden. Utvalget har ikke sett det som sin oppgave å drøfte utformingen av finanspolitikken mot dette perspektiv.

Sparingens sammensetning betyr at spørsmålet om å sikre en tilfredsstillende kapitaldannelse har en annen karakter i Norge enn hva som er typisk i den industrialiserte verden for øvrig, men det betyr ikke at problemet er mindre. At samlet sparing i stigende grad blir avhengig av at det finner sted tilstrekkelig sparing i husholdningene, gjør det heller større.

Husholdningens spareatferd kan konjunkturelt endre seg ganske raskt, slik vi så gjennom årene 1984-93, men det tar tid å endre den på mer varig basis. Det betyr at om man ser behov for en vesentlig større husholdningsparing i løpet av de første ti-år etter 2000, må de nødvendige tiltak treffes snarest mulig. Hvor langt man kan komme gjennom politisk bestemte tiltak er imidlertid vanskelig å vurdere. Heller ikke er det lett å si hva som kan tenkes å være «politisk mulig», men det tilligger det ikke utvalget å ta standpunkt til.

Utvalget tar til etterretning at «folketrygden skal utgjøre en bærebjelke i det samlede pensjonssystem». Noe annet ville heller ikke være tenkelig siden folk har basert planleggingen av sin økonomiske fremtid på dette grunnlag. Men uansett hvor sterke intensjoner man i dag har på dette området, vil det være fremtidens politikere som i større detalj vil måtte avgjøre hvilken belastning som skal hvile på denne bærebjelken.

Perspektivene for folketrygdens utgifter kombinert med fallende petroleumsinntekter vil naturlig nok skape usikkerhet blant folk. Dette kan gjelde både med hensyn til hvor langt regler og prinsipper for justeringer som hittil har gjeldt, vil bli opprettholdt uforandret, og hvilke tilstramminger som vil måtte foretas på andre områder for at folketrygdens forpliktelser skal kunne møtes, men som også kan få

betydning for fremtidige pensjonisters realinntekt. Denne uro gjenspeiles i de svar som blir gitt i en opinionsundersøkelse MMI har foretatt på oppdrag av Sosialdepartementet. Tvilen er naturlig nok sterkest i de yngre aldersgrupper som har lengst tid fram til pensjonsalderen. Dette bør ikke gi grunn til bekymring, men heller ses på som uttrykk for realisme i befolkningen. Det innebærer ikke at man tviler på at folketrygden fortsatt vil være en «bærebjelke» i vårt samlede pensjons- og trygdesystem.

Sett ut fra behovet for større husholdningssparing kan det bare virke positivt at man prøver å sikre sin egen og familiens stilling som pensjonist ut over det man venter å få fra folketrygden. Selv om privat pensjonssparing i noen grad må antas å redusere andre former for sparing, er det grunn til å tro at nettoeffekten for husholdningssparingen blir positiv.

For den øvrige husholdningssparing er det sannsynliggjort at den skattemessige behandling av renteutgifter bidrar til at den er lavere enn den ellers ville vært. Det er mange måter reglene kan strammes inn på, men de vil nødvendigvis måtte bryte med en av to viktige forutsetninger i skattereformen nemlig, enten

1. at der skal være en felles skattesats for «alminnelig inntekt» uavhengig av inntektskilde, eller
2. at renteinntekter og renteutgifter skal behandles symmetrisk.

Så fremt de ovennevnte forutsetninger anses å høre til skattereformens «hovedprinsipper», er det lite som kan gjøres for at skattesystemet skal virke mindre generøst overfor gjeldsstiftelse.

De elementer i vårt skattesystem som skaper forvridninger mellom ulike former for formuesplaseringer, kan imidlertid neppe anses å høre til skattereformens hovedprinsipper. Det gjelder spesielt den lave taksering av boligeiendommer kombinert med en formuesskatt som sammenliknet med andre land er svært høy, særlig ved at den utlignes etter høyeste sats på langt mer beskjedne formuer. På mange boliger vil det ikke falle formuesskatt fordi skattetakst fratrukket gjeld ikke kommer opp til formuesskattens nedre grense. Derimot betales det i de fleste bykommuner og større omegnskommuner eiendomsskatt, som i internasjonal sammenligning imidlertid er svært lav.

Noe ville være vunnet med hensyn til å minske forskjellsbehandlingen ved en mer realistisk verdiansettelse for boliger. En økning i samlet proveny fra formuesskatt vil imidlertid være dårlig tilpasset et behov for å stimulere husholdningssparingen. En merinntekt for det offentlige bør derfor benyttes til å redusere satsene for formuesskatten. Ved nåværende rentenivå vil realavkastning etter skatt (inkl. formuesskatt) være negativ for husholdninger som holder seg til vanlige former for fordringssparing, som i bank og fondsandeler. Dette er et uheldig signal å gi i forhold til et behov for økt husholdningssparing.

Mye taler derfor for å gå lengre enn bare ved høyere verdiansettelser, samtidig som det gjennomføres en ytterligere reduksjon av formuesskatten. Det må også tas hensyn til at med frie kapitalbevegelser øker faren for at fordringer flyttes til utenlandske finansinstitusjoner, selv om dette må skje på måter som kommer i konflikt med skattelovgivning. Ved skatt på fast eiendom står en ikke overfor en tilsvarende risiko.

Utvalget har ikke hatt tid eller forutsetninger for å utforme konkrete forslag på dette området, og en er også kjent med at det arbeides med eiendomsbeskatningen på annen måte. En vil begrense seg til å understreke at utformingen av denne del av skattesystemet også har betydning for omfanget, og særlig sammensetningen, av husholdningenes sparing og dermed for kapitaltilgangen til næringslivet.

KAPITTEL 4

Næringslivets finansiering og egenkapitaltilgang**4.1 NÆRINGSLIVETS FINANSIERING****4.1.1 Betydningen av egenkapital**

En bedrift vil normalt opparbeide seg egenkapital gjennom overskudd som ikke, eller bare delvis, utbetales til eierne. For en utvidelse av virksomheten som ikke kan finansieres ved tilbakeholdt overskudd, vil bedriftene trenge eksternt kapital, enten ved en utvidelse av egenkapitalen gjennom en aksjeemisjon eller ved å ta opp lån. Den følgende diskusjonen gjelder i de tilfellene der bedriften må hente kapital eksternt.

Som utgangspunkt kan en legge til grunn at bedriften søker å finne den finansieringsstruktur som maksimerer bedriftens verdi (nåverdi av fremtidig inntjening). Dette innebærer at det optimale for bedriften vil være å finansiere seg ved hjelp av den kapitalsammensetningen som for bedriften koster minst, uavhengig av hvilken sammensetning dette er.

I en økonomi med perfekte kapitalmarkeder og ingen skatt er ingen finansieringsstruktur bedre enn en annen, og bedriftens verdi er uavhengig av bedriftens kapitalstruktur¹⁰. Under disse vilkårene vil det ikke være noen sammenheng mellom bedriftenes finansierings- og investeringsbeslutninger.

Avvik fra forutsetningene om perfekte kapitalmarkeder og ingen skatt forklarer hvorfor finansieringsstruktur er et viktig element i bedriftens investeringsbeslutninger.

Perfekte kapitalmarkeder innebærer blant annet at det ikke er transaksjonskostnader og at investorene (både personlige og institusjonelle) kan låne til samme vilkår som bedriftene. Det er imidlertid transaksjonskostnader og bedriftene kan normalt ta opp lån til gunstigere vilkår enn aksjonærene. Dersom transaksjonskostnadene ved aksjeemisjon er høyere for bedriften enn ved å ta opp et tilsvarende lån, vil begge disse forholdene trekke i retning av gjeldsfinansiering.

Forutsetningen om ingen skatt beskriver heller ikke virkeligheten. Et skattesystem som skal sikre nøytralitet i selskapenes finansieringsbeslutninger, vil måtte ha samme skattesats for selskap og aksjonærer når det gjelder kapitalbeskatningen, samt unngå dobbeltbeskatning mellom eier og selskap for dividende og kursgevinster. Dobbeltbeskatning mellom selskap og eiere fører for eksempel til høyere finansielle kostnader for egenkapital enn for lån, og gir såvel bedrift som eier en fordel av gjeldsfinansiering. Beregning av avkastningskrav til realinvesteringer i aksjeselskap ved ulike finansieringsformer er gjort i Berg (1992)¹¹ for årene 1980-92. Analysen viser at aksjefinansiering hele tiden gir det høyeste avkastningskravet (minimum avkastning som må til for at investeringen skal være lønnsom), mens egenfinansiering gir det laveste. Slik vårt eget skattesystem nå er utformet, er det grunn til å anta at det i det vesentlige er nøytralt overfor beslutninger om finansieringsstruktur.

Selv om det ut fra rene bedriftsøkonomiske hensyn finnes en gjeldsgrad som er optimal utifra bedriftens synspunkt, kan det være imperfeksjoner i kapitalmarke-

10. M. H. Miller og F. Modigliani (1958), «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, 48: 261-297 (June 1958).

11. Sigbjørn Atle Berg, *Utredningsavd. Norges Bank*, «Kapitalkostnader i Norge 1980-92», *Penger og kreditt* – 1/92: 39-42.

dene som fører til at bedriftene må ha en større andel egenkapital enn en slik vurdering skulle tilsi.

Kreditorerne vil ha en tendens til å være «risikoaverse», det vil si at de vil kreve en høyere premie for å ta risiko enn den matematiske sannsynligheten for tap alene skulle tilsi. Risikoen reduseres i den utstrekning egenkapitalen økes, hvorved også lånekapitalen blir billigere. Tilgang på egenkapital blir dermed en forutsetning for å skaffe fremmedkapital til en rente som ikke er alt for høy. Hvis risikoen vurderes å være særlig stor, vil en risikoavers holdning hos kreditorerne lett føre til at fremmedkapital ikke kan skaffes, selv til en høy rente.

Høy gjeldsgrad vil også føre til sterkere fluktasjoner i avkastningen på aksjekapitalen, siden avkastning til fremmedkapitalen prioriteres, og differansen mellom denne og den samlede fortjenesten utgjør avkastningen til aksjekapitalen.

Betydningen av risikoaversjon forsterkes ved de informasjonsskjevheter som oppstår når eksterne finansielle investorer ikke har samme kunnskap om en bedrifts eller et prosjekts muligheter og fremtidsutsikter som bedriftens ledelse. Asymmetrisk informasjon mellom bedrift og långiver kan føre til at långiver for eksempel stiller høyere krav til egenkapitalandel enn bedriften anser som optimalt. Asymmetrisk informasjon trekker dermed også i retning av å gjøre egenkapitalfinansiering til en forutsetning for å oppnå fremmedkapitalfinansiering.

Bedrifter med stort innslag av immaterielle eiendeler, for eksempel høykompetansebedrifter med store investeringer i menneskelige ressurser, vil kunne ha vanskeligheter med å ta opp lån på grunn av begrenset mulighet å stille sikkerhet. Dette kan gjøre at egenkapitalfinansiering er eneste mulige finansieringsalternativ, og at tilgang til egenkapital blir avgjørende for å gjennomføre investeringer.

Ut fra det som er sagt ovenfor, er det vanskelig å trekke noen entydig konklusjon om valget mellom egenkapital og fremmedkapital sett fra bedriftens synspunkt. Dette spørsmålet blir imidlertid av mindre betydning i den utstrekning egenkapital er en forutsetning for ekstern kapitaltilgang i form av fremmedkapital.

4.1.2 Egenkapitalandel og finansiering i norsk næringsliv

Basert på regnskapstatistikk fra Norges Bank¹² og spesialkjøringer på dette materiale har utvalget utarbeidet oversikter over utvikling i egenkapitalandeler i norsk næringsliv. Betraktningene er begrenset til industrien.

Tallmaterialet fra Norges Bank representerer børsnoterte foretak, andre store foretak og bedrifter med engasjement i Statens nærings- og distriktsutviklingsfond (SND). Dataseriene bygger på bedrifter som har levert regnskap i alle år i tidsserien. Dette medfører at nyetableringer i perioden og bedrifter som faller fra, for eksempel på grunn av konkurs eller nedbetalte, lån faller ut. Ettersom databasen er bygd opp av bedrifter som har eller har hatt engasjement i Distriktenes utbyggingsfond (DU) eller SND, kan den ha en geografisk skjev profil. Etter regelendringene for SND i 1993, er trolig geografiske skjevheter blitt mindre.

12. Utvalget har valgt å basere seg på regnskapsmaterialet fra Norges Bank fordi dette er mer representativt hva gjelder små- og mellomstore bedrifter enn f.eks. regnskapstatistikk fra Statistisk sentralbyrå.

Tabell 4.1: Egenkapitalandel i prosent i norsk industri fordelt på omsetning, 1990-1993. Børsnoterte foretak, andre store foretak og SND-bedrifter.

Antall bedrifter	Omsetning ¹⁾ mill. kroner	1990	1991	1992	1993
Totalt 2 777		28,3	29,3	29,7	31,4
2 381	0-49	20,9	23,1	24,6	26,3
180	50-99	25,6	27,1	27,3	29,4
163	100-499	22,9	23,3	25,9	31,1
53	500-	31,2	32,1	31,6	32,4

- 1) Omsetningsintervallene er valgt med bakgrunn i bedriftenes omsetning i 1993, bedriften kan med andre ord ha tilhørt et annet intervall i de tidligere årene. Betinget egenkapital er tillagt egenkapitalen med 72 pst. i årene 1990 og 1991 uten å ta hensyn til at det ikke var latent skatt knyttet til oppløsningen av enkelte reserver. Dette innebærer at egenkapitalen i denne perioden var noe høyere enn det som fremkommer av tabellen.

Kilde: Norges Bank

Beregningene er basert på et bedriftsutvalg på totalt 2 777 bedrifter. Tabell 4.1 viser at egenkapitalandelen i norsk industri samlet har vært jevnt stigende i perioden. Gjennomsnittlig egenkapitalandel i 1990-93 var ca. 29,7 pst. Til sammenligning viste Bergo-utvalget at gjennomsnittlig egenkapitalandel i norske industribedrifter med mer enn 50 ansatte, var 19,5 pst. i perioden 1981 til 1986. Eklund-utvalget viste at gjennomsnittlig egenkapitalandel for den samme bedriftstypen var 22,5 pst. i perioden fra 1984 til 1990. Da disse beregningene er basert på et annet bedriftsutvalg enn det dette utvalget benytter, vil imidlertid ikke anslagene på egenkapitalandeler være fullt ut sammenlignbare.

Tallene viser at det for hele perioden 1990 til 1993 har vært en markert økning i egenkapitalandel for bedriftene i alle omsetningsintervaller med unntak av bedrifter med omsetning over 500 millioner kroner, hvor egenkapitalandelen har vært relativt stabil. Spesielt har bedrifter med omsetning mellom 100 og 499 millioner kroner hatt en sterk økning. Gjennomgående har bedriftene i det øverste omsetningsintervallet en noe høyere egenkapitalandel enn bedriftene i det laveste omsetningsintervallet.

Veksten i egenkapitalandelen fra 1990 til 1994 antas å gjenspeile blant annet lav investeringsaktivitet kombinert med resultatforbedringer i den aktuelle perioden. Det synes ikke som om skattereformen har hatt avgjørende betydning på utviklingen i egenkapitalandelen.

Tilsvarende beregninger er foretatt for bedrifter som også har innrapportert regnskaper for 1994. Selv om bedriftsutvalget er mindre, antyder beregningene at det også har vært en positiv utvikling i egenkapitalandel i industrien i 1994.

Tabell 4.2: Egenkapitalandel i prosent i norsk industri fordelt på omsetning, 1990-1994. Børsnoterte foretak, andre store foretak og SND-bedrifter.

Antall bedrifter	Omsetning mill. kroner	1990	1991	1992	1993	1994
Totalt 721		27,2	27,0	28,5	29,8	31,8
612	0-49	23,2	25,2	28,4	30,7	33,1
40	50-99	26,6	28,5	29,1	31,9	33,5
43	100-499	23,0	26,4	29,2	36,3	39,0
24	500-	28,3	27,2	28,4	28,8	30,7

Kilde: Norges Bank

Tabell 4.3 gir utviklingen i driftsresultatene for de samme bedriftene som i tabell 4.2.

Tabell 4.3: Lønnsomhet i norsk industri

721 bedrifter: 1990 -1994	1990	1991	1992	1993	1994
Driftsresultat i prosent av omsetning	4,0	3,3	3,4	4,3	4,1
Resultat av finansielle poster	-1,0	-1,2	-1,1	-0,7	-0,1
Resultat før ekstraordinære poster	3,0	2,2	2,4	3,6	4,0
Totalrentabilitet etter skatt	-	7,8	7,0	8,2	7,1

Egenkapitalandel for de børsnoterte industriselskapene isolert er vist i tabell 4.4. Tallserien viser en positiv utvikling i egenkapitalandel fra 1991 til 1994.

Tabell 4.4: Egenkapital i børsnoterte industriselskap 1990-1994*

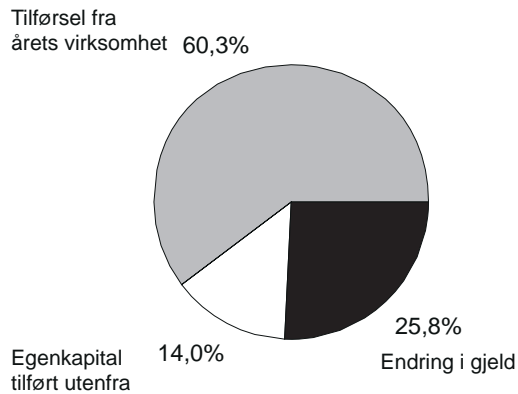
	Antall selskaper	Egenkapitalandel
1990	49	30,8
1991	48	28,6
1992	55	28,9
1993	54	30,5
1994	56	33,4

*. 10 selskaper mangler for 1994 da Oslo Børs Informasjon ikke har mottatt årsberetning for disse.

Kilde: Oslo Børs Informasjon

Basert på regnskapsmateriale fra Statistisk sentralbyrås regnskapsstatistikk, har en utarbeidet oversikt over ulike typer kapitaltilførsel for industrien i årene 1983 til 1993, se vedlegg 1. Det presiseres at dette er et annet bedriftsutvalg enn det bedriftsutvalget som Norges Bank baserer sine tallserier på. For oversikt over kapitaltilførsel er det ikke benyttet tall fra Norges Bank, da disse før 1990 i hovedsak er basert på regnskaper fra bedrifter som hadde engasjement i tidligere DU.

Analysen viser at tilbakeholdt overskudd er den største kilden for tilførsel av kapital, jf. figur 4.1. Gjennomsnittlig utgjør tilbakeholdt overskudd noe i overkant av 60 pst. av tilførselen over tidsperioden. Mens ca. 14 pst. finansieres via ekstern egenkapitaltilførsel, står total gjeldsfinansiering (både kortsiktig og langsiktig gjeld) for gjennomsnittlig 26 pst. over perioden.



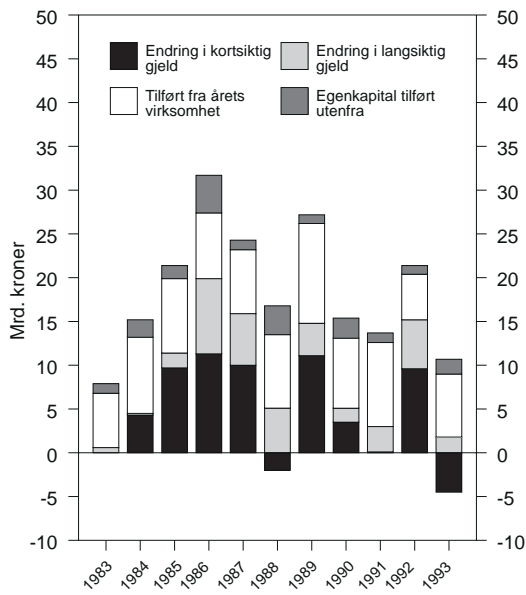
Figur 4.1 Kapitaltilførsel i norsk industri fordelt på kilder. 1983-93

Kilde: Statistisk sentralbyrå.

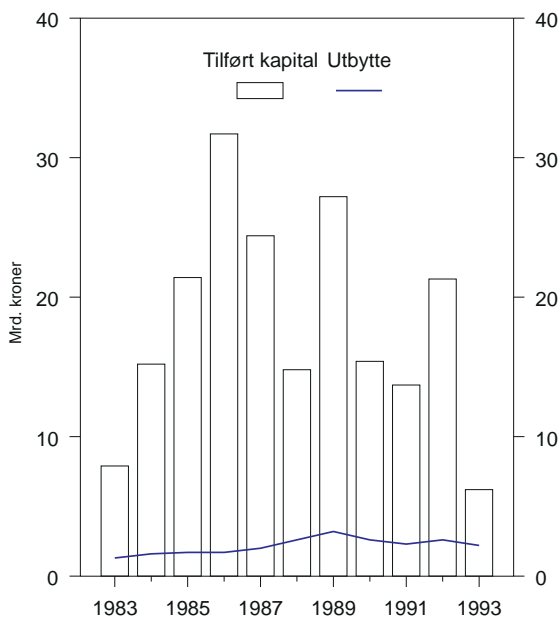
Med unntak av noen få år (spesielt 1986) bidrar tilbakeholdt overskudd med godt over 50 pst. av finansieringen. Egenkapitaltilførsel utenfra er relativt konstant over tidsperioden, og ligger i de fleste år i intervallet 10-20 pst. Økningen i langsiktig gjeld varierer i stor grad i takt med endringene i investeringene, og svinger i perioden mellom 2 pst. i 1984 og 48 pst. i 1992.

Det synes videre som om utbyttet i liten grad varierer over tidsperioden, og at det ikke er noen klar sammenheng mellom behov for kapitaltilførsel og størrelsen på utbyttet i det enkelte år, jf. figur 4.3.

Størrelsen på utbyttet i bedriftene synes i større grad å være en funksjon av for eksempel tidligere utbetalt utbytte i den aktuelle bedriften, jfr. "[Aksjemarkedets betydning](#)" i kapittel 4.3 «Aksjemarkedets betydning» og utbyttepolitikens betydning for investorenes vilje til å investere.



Figur 4.2 Kapitaltilførsel i norsk industri. 1983-93. Mrd. kroner
Kilde: Statistisk sentralbyrå.



Figur 4.3 Kapitaltilførsel og utbytte i norsk industri. Mrd. kroner
Kilde: Statistisk sentralbyrå.

4.1.3 Internasjonale sammenligninger

Tabell 4.5 under gir en internasjonal sammenlikning av egenkapitalandeler i ulike land. Tallene gjelder generelt alle ikke-finansielle foretak. For Frankrike, Japan, Nederland, Norge og Østerrike gjelder tallene bare industriforetak, for Storbritannia bare store foretak. OECD offentliggjør også tall for Norge basert på innrapportering fra Statistisk sentralbyrå. Da denne tallserien inkluderer oljevirkosomheten, har utvalget i stedet benyttet tallserien basert på regnskapstatistikken fra Norges Bank.

Tabell 4.5: Egenkapitalandel i foretak i ulike land 1990-1993

Egenkapitalandel i ulike land	1990	1991	1992	1993
<i>Industriforetak</i>				
Norge (kilde: Norges Bank)	28,3	29,3	29,7	31,4
Frankrike	38,6	40,8	42,3	**
Japan	20	20,1	20,3	20,5
Nederland	44	44,5	44	**
Østerrike	39,1	41,4	45,8	47,4
<i>Industriforetak og andre ikke-finansielle foretak</i>				
Belgia	37,6	38,7	39,3	40,6
Canada	51,6	49,5	48,9	**
Danmark	41,9	42,1	43,9	45,6
Finland	36,5	36,5	36,2	**
Italia	25,5	25,6	23,6	**
Spania	42,2	40,8	38,5	37,9
Storbritannia	48,4	**	**	**
Sverige	32,9	29,7	33	**
Tyskland	38,6	38,4	39,4	38,7
USA	53,1	51,8	49,4	**

1) Tallene er ikke tilgjengelig

Kilde: OECD, Non-Financial Enterprises, Financial Statements 1990-1993

Det fremgår av tabellen at egenkapitalandelen i norsk industri er lavere enn i de fleste OECD-land. Et uveiet gjennomsnitt for OECD-Europa gir en egenkapitalandel på ca. 38 pst. (1990), noe som innebærer at egenkapitalandelen i norsk industri ligger ca. 10 prosentpoeng lavere enn dette. Et uveiet gjennomsnitt for de landene hvor tallene viser egenkapitalandel i industrien, er ca. 36 pst. (1992), eller ca. 7 prosentpoeng høyere enn for norsk industri.

Forskjeller i egenkapitalandel kan til en viss grad gjenspeile at de forskjellige landene har ulik næringsstruktur, og at dette kan gi utslag i størrelsen på den beregnede egenkapitalandelen for landet uten at det nødvendigvis gjelder innenfor de enkelte næringer. En næringsstruktur som domineres av kompetansebaserte eller teknologisk baserte næringer, vil sannsynligvis tendere mot å gi gjennomgående høyere egenkapitalfinansiering. Forskjeller i egenkapitalandeler vil også kunne skyldes forskjellig regnskapsmessig og skattemessig behandling av egenkapital.

Høy kapitalintensitet, lav realrente etter skatt i tidligere år og begrenset tilgang på ekstern egenkapital gjør det likevel rimelig å anta at den lavere egenkapitalandelen i norsk industri gir uttrykk for en realitet.

4.2 FINANSIERING AV NYSTARTEDE BEDRIFTER OG SMB

Som vist i foregående avsnitt kan en bedrift finansiere seg ved tilbakeholdt overskudd, ekstern egenkapital eller ved låneopptak. Markedet for ekstern egenkapital, det vil si aksjekapital, er best utbygd og regulert for store og mellomstore foretak, særlig gjennom Oslo Børs. Småforetak er i stor grad henvist til å skaffe seg egenkapital ved å holde tilbake overskudd fra driften.

Det kan være spesielle forhold som gjør seg gjeldende ved finansiering av investeringer i små- og mellomstore bedrifter (SMB). Ved nyetableringer vil det ofte være et relativt stort innslag av ufullkommen informasjon mellom entreprenør og kapitalinnskytere. Det er vanskeligere for eksterne finansieringskilder enn for etablereren å vite om et nystartet prosjekt vil gi avkastning når det enda ikke er framvist resultater. Dette fører til høye informasjonskostnader som igjen medfører høye avkastningskrav fra eiere og långivere, eller til at bedriften ikke får finansiering i det hele tatt.

I dette kapitlet skal vi først definere og beskrive omfanget av SMB i Norge. Småforetak er en heterogen gruppe og vi gjør nærmere rede for ulike kjennetegn i 4.2.1. I 4.2.2 refereres en undersøkelse av lønnsomhet, finansiering og kapitalstruktur i små industriforetak. Eksisterende markeder for kapitaltilgangen til småforetak i Norge beskrives i 4.4.

4.2.1 SMB – definisjoner og betydning. Definisjoner av små- og mellomstore bedrifter¹³

I de fleste europeiske land og Japan defineres bedrifter som små når de har mindre enn, eller inntil 50 ansatte. Mellomstore bedrifter defineres som bedrifter med enten inntil 200 eller 500 ansatte. I Norge kategoriseres bedrifter som små når de har inntil 20 ansatte og mellomstore når de har mellom 20 og 100 ansatte. Sveits bruker samme definisjoner som Norge.

Fra 1981 til 1992 økte antallet bedrifter i Norge med nesten 28 pst. Veksten fant hovedsaklig sted innen engros- og agenturhandel, hotell- og restaurantdrift, renovasjon og rengjøring samt personlig og forretningsmessig tjenesteyting.

Andelen mellomstore og store bedrifter avtok, mens andelen små bedrifter økte i samme tidsrom. Spesielt i industrinæringen var det en klar økning i andelen små bedrifter, men det var også noe tilvekst av små bedrifter innen handel, hotell og restaurantdrift og tjenesteyting. I flere internasjonale studier fremheves det at veksten i småforetak er størst innenfor de tjenesteytende næringer.

13. I Standard for næringsgruppering defineres bedrift som en lokalt avgrenset funksjonell enhet hvor det hovedsakelig drives aktiviteter som faller innenfor en bestemt næringsgruppe. Foretak defineres som en institusjonell enhet som omfatter all virksomhet drevet av samme eier. Et foretak kan omfatte flere bedrifter.

Tabell 4.6: Antall bedrifter i norsk næringsliv fordelt etter størrelse 1981 og 1992

	1981	1992	Endring 1981-1992
0-19 årsverk	146306	189229	29 pst.
20-99 årsverk	6301	5883	-7 pst.
Over 100 årsverk	1076	980	-9 pst.
I alt	153683	196092	28 pst.

Kilde: K. Boye og A. Kinserdal (1992) Små og mellomstore bedrifter i Norge. SNF-rapport 87/92.

I 1992 utgjorde bedrifter med under 50 sysselsatte 90 pst. av bedriftsmassen, 89 pst. av foretaksmassen, og de hadde 35 pst. av sysselsettingen, 30 pst. av bruttoproduksjonsverdien og 22 pst. av bruttoinvesteringene i industrien (NOS industristatistikk 1992).

Et fellestrekk ved småforetak er eierens dominerende stilling. Foretakets utvikling og vekst er langt på vei betinget av eierens evner og ressurser. Flere studier klassifiserer småforetak etter entreprenørenes motivasjon og bakgrunn som forklaring på vekst eller mangel på vekst. Fire hovedtyper kan skilles ut:

1. Håndverksorienterte eiere er primært interessert i å utøve et håndverk på selvstendig og uavhengig basis. Denne typen foretak er og forblir små.
2. Eierskap som legger vekt på selvutfoldelse og full kontroll, men er avhengig av å oppnå en «kritisk masse» av kapasitet og kunnskap, kan gi grunnlag for vekst. Slike foretak opplever moderat vekst i begynnelsen, men eierens ønske om personlig kontroll innebærer at veksten flater ut, og antall ansatte overstiger sjelden 20.
3. Eiere som oppfatter seg selv som profesjonelle ledere som ønsker å få organisasjonen til å fungere, sikter mot at foretaket får en jevn, men moderat vekst.
4. Foretak med eiere som vil utnytte innovasjoner av teknisk eller markedsmessig karakter, vil ofte ha det største vekstpotensialet.

Foretak i gruppe 1 og 2 betegnes gjerne som «levebrødsforetak».

Boye og Kinserdal (1992)¹⁴ refererer fra en spørreundersøkelse blant nyetablerte bedrifter at 55 pst. av de som startet virksomheten, gjorde det fordi de ønsket å drive for seg selv eller for å skaffe seg arbeid, mens 44 pst. gjorde det på grunn av en god forretningside. En annen undersøkelse (Lotherington, Røed og Vareide 1988)¹⁵ viser at bare ca. 1 pst. av industribedriftene som ble etablert i perioden 1970-1985, selger egenutviklede produkter basert på ny teknologi.

Om lag halvparten av de nyetablerte bedriftene avvikles de første 5-6 årene, og de fleste bedriftene som etableres, er og forblir små. Nyetableringenes betydning for sysselsettingen er lavere i industrien enn i andre næringer. Noen få bedrifter svarer for hovedtyngden av sysselsettingsveksten. Den gjennomsnittlige sysselsettingen for norske industribedrifter etablert i tidsrommet 1980-1990, var 5 årsverk ved utgangen av 1990.

14. K. Boye og A. Kinserdal (1992) Små og mellomstore bedrifter i Norge. SNF-rapport 87. Bergen

15. Lotherington, Røed og Vareide (1988) Teknologibaserte nyetableringer. Gruppe for ressursstudier, Oslo.

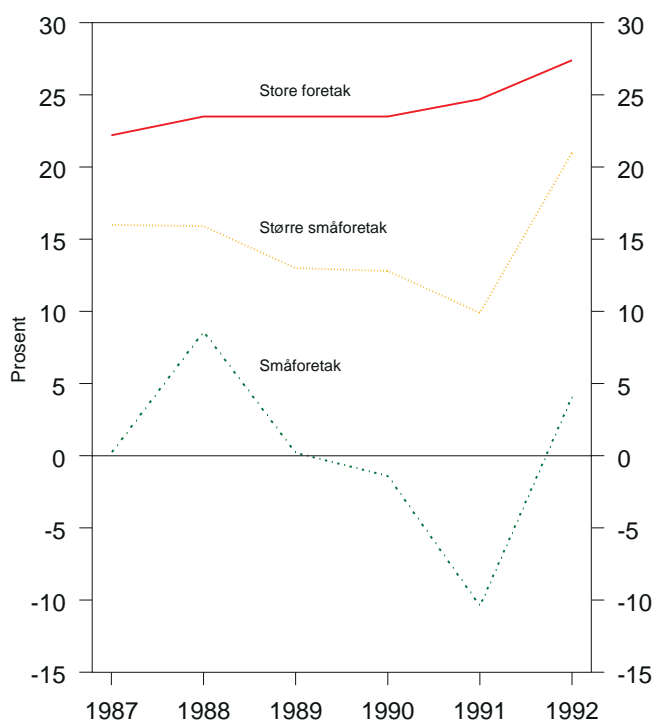
4.2.2 Kapitalstruktur, finansiering og lønnsomhet i små industriforetak

I dette avsnittet refereres en undersøkelse av kapitalstruktur, finansiering og lønnsomhet i industriforetak med mindre enn 50 ansatte, gjennomført ved forskningsstiftelsen FAFO (Kvinge og Langeland 1995)¹⁶.

Betegnelsen *småforetak* brukes her om foretak med under 50 ansatte. Foretak som omfattes av Statistisk sentralbyrås regnskapsstatistikk omtales i undersøkelsen som *store foretak*. I fremstillingen skilles det mellom småforetak med inntil 5 millioner i driftsinntekter og småforetak med over 5 millioner i driftsinntekter. Det er kun den siste gruppen som sammenliknes med foretakene i Statistisk sentralbyrås regnskapsstatistikk.

Undersøkelsen er basert på to ulike datasett – en regnskapsdatabase for et utvalg industriforetak for perioden 1983-1992 og en spørreskjemaundersøkelse til de samme foretakene i 1993. Utvalget er trukket fra det sentrale bedrifts- og foretaksregisteret i Statistisk sentralbyrå og består av 1001 foretak.

Småforetak har i perioden 1987-1992 betydelig lavere egenkapitalandel og høyere andel kortsiktig gjeld enn store foretak. De aller minste småforetakene har i mange tilfeller negativ egenkapital. Figur 4.4 viser egenkapitalandeler i perioden 1987-1992 fordelt på små og store foretak.



Figur 4.4 Egenkapitalandel i store og små foretak

Kilde: Statistisk sentralbyrå og FAFO.

16. T. Kvinge og O. Langeland (1995) Smått, men ikke bare godt FAFO-rapport nr.

I perioden 1987-1992 var kortsiktig gjeld som andel av totalkapitalen gjennomsnittlig vel 40 pst. i store foretak, vel 55 pst. i større småforetak og vel 60 pst. i de aller minste småforetakene.

Både små og store foretak finansierer seg langsiktig hovedsaklig ved hjelp av tilbakeholdt overskudd. Dette er særlig tydelig i småforetakene hvor ekstern egenkapitalfinansiering spiller en helt ubetydelig rolle i den langsiktige finansieringen. I perioden 1984-1991 er selvfinansieringsgraden over 90 pst. i små industriforetak som er organisert som aksjeselskaper. Andelen egenkapital tilført utenfra er negativ. Dette er trolig et uttrykk for at foretak går med underskudd og tærer på egenkapitalen.

Vel halvparten av foretakene i undersøkelsen opplyser å ha investert i perioden 1990-1992. Dette var år med generelt lavt investeringsnivå i forhold til perioden 1986-1989. To tredeler av de foretakene som hadde investert, rapporterer at de ikke har hatt problemer med å finansiere sine investeringer. Resultatene indikerer ingen forskjeller mellom foretak etter kjennetegn som størrelse, landsdel, eierform eller etableringsår. Blant foretak som har finansieringsproblemer, nevnes mangel på egenkapital, lav lønnsomhet og usikre markedsutsikter som viktigste årsaker. Analysen viser også at foretak med finansieringsproblemer har særlig lav egenkapitalandel og forholdsvis mye kortsiktig gjeld.

Spredningen i lønnsomhet er stor, og det viser seg at de aller minste foretakene gjennomsnittlig har høyest driftsresultat som andel av driftsinntekter og høyest totalrentabilitet, jf. tabell 4.7. Dette vil ofte være levebrødsforetak hvor det i praksis er liten forskjell mellom arbeidsgodtgjøring og driftsresultat.

Tabell 4.7: Lønnsomhet i store og små industriforetak

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Driftsresultat i pst. av driftsinntekter						
- Større småforetak	4,7	3,4	3,1	3,0	4,2	4,9
- Store foretak	3,8	4,7	5,6	4,1	3,7	3,9
Resultat av finansielle poster i pst. av driftsinntekter						
- Større småforetak	-1,6	-2,0	-2,1	-1,9	-2,4	-2,6
- Store foretak	-0,8	-0,4	-0,4	-0,4	0,1	-0,6
Resultat før ekstraordinære poster i pst. av driftsinntekter						
- Større småforetak	3,1	1,4	1,0	1,1	1,8	2,3
- Store foretak	3,0	4,3	5,3	3,6	3,8	3,3
Totalrentabilitet						
- Større småforetak	10,0	7,3	7,8	8,0	7,1	10,1
- Store foretak	7,7	10,7	11,6	8,3	8,1	7,2

Kilde: NOS Regnskapsstatistikk og FAFO.

Større småforetak har i perioden 1987-1992 litt svakere driftsresultat, men forholdsvis dårlig finansielt resultat sammenliknet med store foretak.

Dårligere finansielt resultat medfører at resultat før ekstraordinære poster blir lavere i småforetakene. Når større småforetak likevel er på linje med store foretak både med hensyn til totalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet, har dette sammen-

heng med at småforetakene har relativt lite kapital å forrente i forhold til omsetningen.

4.3 AKSJEMARKEDETS BETYDNING

4.3.1 Aksjemarkedets oppgaver i samfunnsøkonomien

En grov oppstilling av aksjemarkedets og aksjeselskapsformens oppgaver er følgende:

- Aksjemarkedet skal bidra til tilførsel av egenkapital til bedriftene ved å kanalisere sparing inn i aksjer. Egenkapitaltilførsel fra denne kilden kommer i tillegg til tilførselen fra tilbakeholdt overskudd i bedriftene.
- Et av grunnlagene for økonomisk vekst i et land er at kapital blir kanalisert til de investeringsprosjekter som har høyest avkastning. Et velfungerende aksjemarked kan bidra til å resirkulere egenkapital på en måte som er gunstig for den samlede økonomiske utviklingen ved at egenkapitaltilgang utløser tilførsel også av lånekapital.
- Aksjemarkedet tillater diversifisering for eiere av kapital kombinert med spesialisering for bedriftene. For eiere vil det ofte være en fordel å spre risiko ved å spre investeringene på ulike bedrifter og næringer. For en enkelt bedrift kan det imidlertid ofte være en fordel å spesialisere seg og utnytte stordriftsfordeler i produksjonen.
- De ulike aktørene i aksjemarkedet vil bidra med spredning av kunnskaper og kompetanse om prosjektvurderinger og drift av næringsvirksomhet. Dette skjer på flere ulike måter i markedets vurderinger av kursutviklingen og gjennom spredning av eierskap og deltakelse i bedriftenes ledelse.
- Aksjemarkedet kan bidra til å bedre bedriftenes likviditet ved at bedriften kan emmitere aksjer på grunnlag av sine real-aktiva og dermed konvertere dem til likvide midler uten å selge dem.

Aksjemarkedets oppgaver er sammensatte og det er ikke enkelt å måle eller si noe presist om markedet fungerer godt eller dårlig. Flere av de oppgavene som aksjemarkedet skal ivareta, og som er viktige for den økonomiske utviklingen i samfunnet, er ikke direkte observerbare. For en vurdering av om markedet fungerer godt og hvordan det bidrar til kanalisering av sparing til egenkapital i bedriftene, må en derfor se på mer avledede og observerbare størrelser:

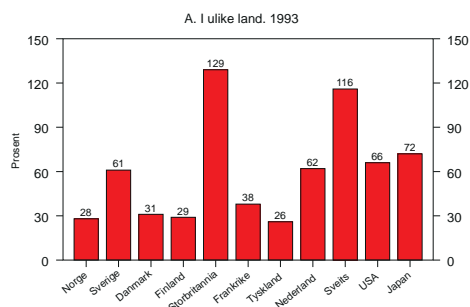
- Samlet omfang og sammensetning av aksjer i markedet. Et bredt og likvid marked med aksjer med ulik risiko og forventet inntjening, vil lettere tiltrekke seg kapital enn smalere markeder med mindre utvalg.
- Sammensetning av eierne i markedet. Generelt vil det være en fordel å spre eierskap for å unngå at enkeltinvestorer skal kunne påvirke kursen for sterkt.
- Likviditeten i markedet. Høy likviditet vil være en fordel fordi en lett kan skifte til andre aktiva. Å måle likviditet i markedet er ikke uten videre enkelt, men høy omsetningshastighet, liten forskjell mellom kjøps- og salgskurser og noenlunde jevne forløp for aksjekursene vil normalt forbindes med et velfungerende, likvid marked.
- Emisjonsaktiviteten. Denne sier noe om markedets evne til å tilføre kapital direkte til bedriftene. En viktig indikator på hvordan markedet fungerer i denne sammenheng, er hvor høye emisjonskostnadene gjennomgående er.
- Utbyttepolitikken. For de børsnoterte selskapene har den betydning fordi den sier noe om hvilken kontantstrøm som kan forventes uten at en behøver å selge aksjene.

Flere andre forhold vil også påvirke aksjemarkedets funksjonsmåte. Markedet må være under tilfredstillende tilsyn og kontroll, og det må være tilstrekkelig kompetanse blant dem som utfører handelen på børsen. Det er en viktig forutsetning at det er en rimelig trygghet for at kursene ikke manipuleres ved ulike former for innsidehandel og/eller dominerende markedsmakt. I andre sammenhenger kan imidlertid krav til kontroll og tilsyn, for eksempel i forhold til strenge innsideregleregler og lignende virke negativt på effektiviteten i markedet, jf. omtale i *"Husholdningenes plasseringer i aksjer"* i avsnitt 4.6.

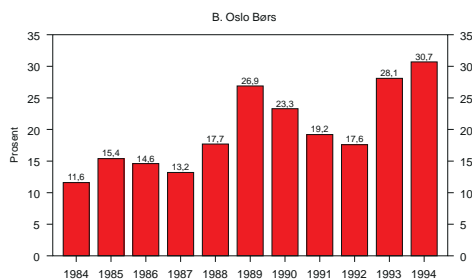
Et lands aksjemarked vil være et speilbilde av landets næringsstruktur. Land med store bedrifter i alle næringer vil naturlig ha et aksjemarked som gir investorene et større tilbud av aksjer å investere i, enn land med en smal næringsstruktur. Marked av den siste typen gir færre muligheter og jevnt over større usikkerhet knyttet til kursutvikling. Dersom en stor andel av aksjene i et marked er knyttet til bedrifter med konjunkturfølsom inntjening, og dermed svingende aksjekurser, vil det kunne redusere aksjenes attraktivitet for investorene, selv om avkastningen er god sett over et lengre tidsrom.

4.3.2 Det norske aksjemarkedet

Det norske aksjemarkedet knyttet til Oslo Børs hadde ved utgangen av 1994 en samlet markedsverdi på om lag 246 mrd. kroner. I europeisk sammenheng er det et relativt lite marked. London-børsen, som er den suverent største i Europa, har til sammenlikning en markedsverdi på om lag 8 000 mrd. kroner mens Stockholm-børsen hadde om lag 740 mrd. kroner pr. 31.12.1994. Figur 4.5 viser markedsverdi i pst. av BNP i de europeiske landene i 1994.



Markedsverdien 31.12.1993 av de børsnoterte nasjonale selskapene i prosent av landets bruttonasjonalprodukt (BNP) for 1993.
Kilde: FIBV, Statistisk sentralbyrå og OECD



Markedsverdien ved årsslutt for de norske selskapene på Oslo Børs i prosent av Norges bruttonasjonalprodukt (BNP) samme år.
Kilde: Oslo Børs

Figur 4.5 Markedsverdi for aksjer i prosent av BNP

Aksjemarkedets relativt begrensede betydning i Norge har sammenheng med den nokså ensidige næringsstruktur med få og store bedrifter i råvare- og kraftorientert produksjon, og at det største norske oljeselskapet, Statoil, ikke er børsnotert. Videre har en i Norge et relativt høyt innslag av andre eierformer, blant annet statlig eie og samvirkeselskaper. Ser en litt tilbake i tid, er likevel dagens verdi av aksjene på Oslo Børs relativt høy. I lavkonjunktur-årene 1987 og 1992 var tilsvarende tall for børsverdi som andel av BNP henholdsvis 13 og 18 pst.

Det organiserte aksjemarkedet i Norge er dominert av få, store selskaper. De 15 største selskapene utgjør mer enn 70 pst. av samlet markedsverdi. Industriselskaper og rederier står for henholdsvis 67,7 og 14,5 pst. av markedsverdien ved utgangen av 1994. Andelen av omsetningen av aksjer har gjennomgående vært om lag like høy for disse to næringene. 8 av 10 kroner investert i børsnoterte aksjer er knyttet til industri eller skipsfart.

Eierstrukturen har endret seg betydelig på Oslo Børs de siste årene, jf. tabell 4.8

Tabell 4.8: Aksjonærstrukturen ved Oslo Børs. Prosent av markedsverdi.

	1985	1990	1994
Foretak	37,6	29,1	19,7
Stat og kommuner	8,9	14,5	24,6
Banker	4,7	1,2	0,8
Aksjefond	2,3	3,1	4,6
Kreditt-foretak	0,6	0,4	0
Forsikring	8,3	11,1	10,0
Privatpersoner	22,5	12,9	9,8
Utlendinger	15,1	27,2	30,5
Andre	00,0	0,5	0,0
Total	100,0	100,0	100,0

Kilde: Oslo Børs

Tabellen viser at foretak, banker og privatpersoner (husholdningene) har redusert sin andel av aksjene på børsen, mens staten (blant annet gjennom Folketrygdfondet og emisjon i Norsk Hydro og som resultat av bankkrisen) og utlendinger har økt sin eierandel kraftig. Utenlandsandelen er høy i Norge sammenliknet med andre land. På samme måte som små land vil ha en relativt sett større utenriksøkonomi enn store land, er det i og for seg naturlig at de også har en høyere utenlandsandel i sine aksjemarkeder. Sverige har en tilsvarende høy andel utenlandsk eide aksjer som Norge.

Bankenes reduserte andeler må ses i sammenheng med krisen i bankene som gjorde at de realiserte sine porteføljer. Privat ikke-finansiell sektor har redusert eierandelen fra 62 pst. i 1985 til 34 pst. i 1994. Kursfallet og senere nedskrivningen for bankaksjene var en viktig faktor bak denne nedgangen.

Det statlige eierskapet på børsen i Norge har fire hovedkomponenter. Det ene er Folketrygdfondet (se egen omtale i "[Institusjonelle finansieringskilder](#)" i avsnitt 4.5) som er en institusjonell porteføljeinvestor. Det andre er Statens Bankinvesteringsfond, som forvalter de bankaksjer staten overtok som ledd i redningsoperasjonen under bankkrisen. Videre er statens eierandel av Norsk Hydro en langsiktig

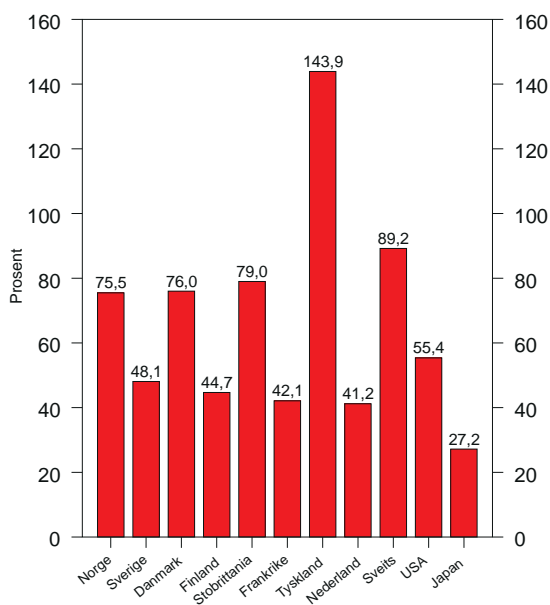
investering, mens den siste gruppen består av mer kortsiktige plasseringer foretatt av Postbanken og Statoil.

Hoveddelen av utlendingers plasseringer utgjøres av store internasjonale porteføljeforvaltere og i mindre grad av det en kan kalle langsiktige oppkjøp med sikte på kontroll og/eller overtakelse av bedrifter (se nærmere omtale i "*Nasjonalt eierskap*" i kapittel 5).

De studier som er gjort av eierstruktur på de andre børsene i Europa gir ikke noe entydig bilde. En kan si at Norge skiller seg ut ved å ha en relativt lav andel private, institusjonelle investorer (forsikringsselskap mv.) og høy andel utlendinger. Det har også vært en tendens i flere land at andelen aksjer som er direkte eid av privatpersoner har gått ned de siste årene, selv om nedgangen nok synes å ha vært spesielt sterk i Norge.

Det er generelt vanskelig å måle hvor «likvid» et aksjemarked er. Av de forhold som kan observeres i det norske aksjemarkedet, kan en peke på følgende trekk:

- Omsetningshastigheten er relativt høy i det norske markedet. I 1993 ble det omsatt aksjer tilsvarende 75 pst. av samlet markedsverdi, jf. figur 4.6. Det er om lag på nivå med London-børsen og betydelig høyere enn Stockholmsbørsen det året. Omsetningen ser ut til å omfatte relativt mange selskaper.¹⁷



Figur 4.6 Omsetningshastighet¹⁾ for nasjonale aksjer. 1993

1. Omsetningshastigheten: Aksjeomsetningen i 1993 i prosent av gjennomsnittet av markedsverdien 31.12.1992 og 31.12.1983.

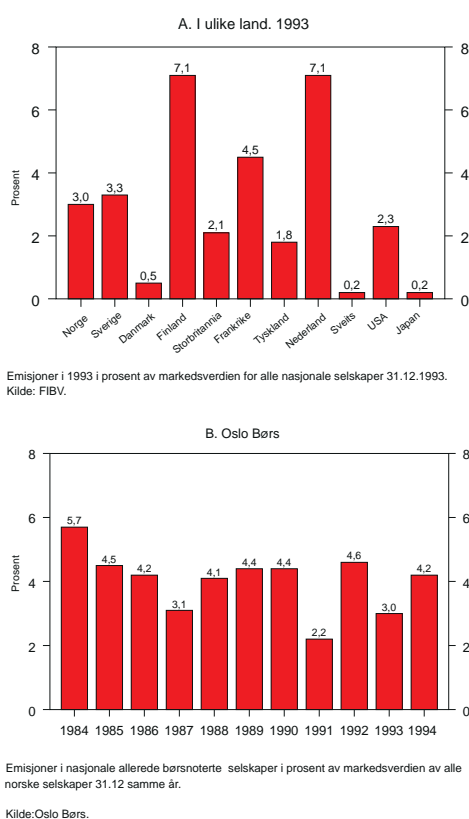
Kilde: FIBV.

- Det har de siste årene vært få «unormale» kurssvingninger men forholdsvis jevne forløp for de enkelte delindeksene på børsen.

17. Se for eksempel Oslo Børs' statistikk Hovedtall for 1993.

- Det stilles jevnlig kjøps- og salgskurser for et relativt stort antall aksjer i markedet.

Dersom det er høy likviditet i aksjemarkedet og stor interesse for å investere i aksjer, vil det trolig være lettere for selskapene å holde tilbake en større andel av overskuddet og styrke egenkapitalen på den måten. Det er derfor generelt vanskelig å måle den egentlige kapitaltilførselen som skjer via aksjemarkedet. Det samlede emisjonsvolumet på Oslo Børs har variert over tid og er naturlig nok påvirket av den generelle konjunkturutviklingen. Figur 4.7 viser samlede emisjoner på Oslo Børs i mill. kroner og i prosent av markedsverdi.



Figur 4.7 Emisjoner i prosent av markedsverdi

I en internasjonal sammenheng viser emisjonsvolumet på Oslo Børs noe sterkere svingninger enn de større børsene, men har gjennomgående vært på samme nivå som de andre børsene i Europa. I en studie av virkningen av emisjoner på egenkapitaloppbyggingen i norske børsnoterte selskaper basert på data fra 1987 til 1992¹⁸, har en sett på selskapenes totale egenkapitaloppbygging (bokført egenkapital pluss 80 pst. av betinget skattefrie avsetninger) i forhold til emisjonene. Målt på denne måten har emisjonene i perioden bidratt til om lag 50 pst. av egenkapitaloppbyggingen i industri- og skipsselskapene. Dette indikerer at tilførsel av egenkapital over det organiserte aksjemarkedet er relativt viktig i Norge.

18. Hersoug T. «Egenkapital og skatt i børsnoterte selskaper». Børsperspektiver 3/92

Kostnadene ved å emitere aksjer består av utarbeidelse av prospekt, børsavgifter, juridisk bistand og lignende og vil i noen grad være faste og uavhengige av størrelsen på emisjonen. Amerikanske undersøkelser¹⁹, tyder på at slike kostnader kan være i området 3-8 pst., noe som vil være klart høyere enn etablering av for eksempel et banklån. Sammen med et høyere avkastningskrav fører dette til at egenkapital er dyrere enn fremmedkapital.

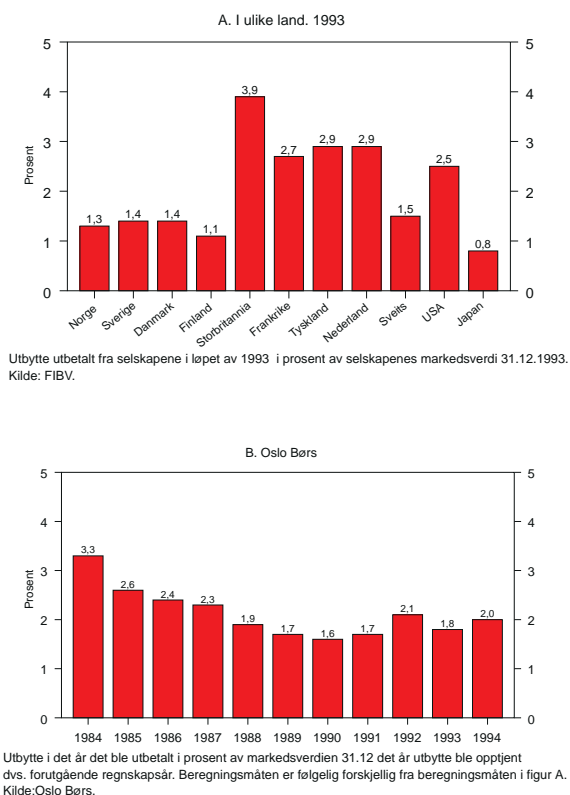
Såvidt utvalget kjenner til, er det ikke foretatt beregninger av kostnader ved emisjoner på Oslo Børs, og slike kostnader vil typisk variere mye fra selskap til selskap. I hovedsak kan en skille mellom likvide aksjer i store selskap som løpende analyseres i markedet, og mindre likvide aksjer i nyere og mindre selskaper der forberedelse av emisjoner er mer omfattende, og der kostnadene blir derfor høyere. I en internasjonal sammenheng har en i Norge lenge hatt relativt mange og små fondsmeglerforetak²⁰ og betydelig konkurranse om oppdrag i forbindelse med emisjoner. Det er vanskelig å finne holdepunkter for at kostnadene ved emisjoner av aksjer er spesielt høye i det norske markedet.

Eierne mottar avkastning på aksjene både gjennom utbetalt utbytte og gjennom verdiøkning på aksjene. Utbyttepolitikken i de børsnoterte selskapene vil naturlig nok være av betydning for investorenes vilje til å investere i aksjer og sitte med aksjer over tid. Gjennomgående betalte norske selskaper ut relativt små utbytter gjennom det meste av 80-årene. Dette hadde sammenheng med den gunstige beskatningen av aksjegevinster i skattesystemet før skattereformen i 1992. Skattereformen tilstrebet en mer nøytral behandling av de to formene for avkastning fra aksjeinvesteringer.

For eierne av aksjene vil utbetalt utbytte måtte ses i sammenheng med den marginale avkastningen av de investeringer selskapet kan foreta. Dersom selskapet har investeringsprosjekter med god lønnsomhet, vil det være lønnsomt at det blir utbetalt et lite utbytte. I motsatt fall vil det være fordelaktig med stort utbytte for at kapital kan frigjøres til mer lønnsomme prosjekter andre steder.

19. Hansen, R. 1986 «Evaluating the cost of a new equity issue» Midland Corporate Finance Journal.

20. Se NOU 1995:1 «Investeringsforetak». Delinnstilling fra verdipapirhandellovutvalget



Figur 4.8 Utbytte i prosent av markedsverdi

Oslo Børs har i «Langsiktig meravkastning i aksjemarkedet» (Børs Perspektiver 1/93) forsøkt å kvantifisere meravkastningen²¹ etter skatt ved å investere i aksjer i forhold til andre finansielle plasseringer i Norge. Beregningene viser at meravkastningen i forhold til statsobligasjoner i perioden 1980-92 årlig var på 2,8 pst. for aksjer og 1,5 pst. for plasseringer i aksjefond. I forhold til gjennomsnittlig innskuddsrente i bank var årlig meravkastning i samme periode på 3,8 pst. for aksjer og 2,5 pst. for aksjefond.

Det norske aksjemarkedet må nå sies å ha godt løpende tilsyn. En ny verdipapirhandellov er under forberedelse og både børslov og børsforskrifter er av forholdsvis ny dato. Det viktigste siktemålet ved revisjon av verdipapirhandelen er å modernisere reglene for hvem som kan drive aksjehandel og hvordan handelen skal organiseres. Det vises her til NOU 1995:1 som inneholder en delinnstilling fra Lovutvalget.

Nye EU/EØS regler for aksjehandel vil sammen med den teknologiske utviklingen trolig bidra til et mer integrert europeisk marked for aksjer og andre verdipapirer. Dette kan etterhvert gjøre aksjehandelen mer uavhengig av de enkelte børsene.

21. Beregningene tar utgangspunkt i at det ved inngangen til hvert år investeres et beløp i aksjer i samme forhold som grunnlaget i totalindeksen. Ved utgangen av året selges aksjene. Deretter beregnes gevinstskatt og transaksjonskostnader som trekkes fra verdien av porteføljen, mens utbytte fratrukket utbytteskatt legges til porteføljen. Hele porteføljen investeres så på nytt i aksjemarkedet.

4.4 KAPITALTILGANG TIL SMÅ OG MELLOMSTORE BEDRIFTER

4.4.1 Finansiering i markedet

Selv om småforetak som helhet baserer sin langsiktige finansiering på tilbakeholdt overskudd, kan det særlig for gruppen utenom levebrødsforetakene (se "*Finansiering av nystartede bedrifter og SMB*" i avsnitt 4.2), være behov for ekstern finansiering. I den utstrekning det foreligger tilfredstillende sikkerhet, kan dette oppnås ved lån såvel i det private kredittmarkedet som i SND. I tillegg til dette kan det være behov for ekstern egenkapital eller andre former for risikokapital.

For å få lån, er det av betydning at foretaket og eieren har et etablert kundeforhold til en lokal bank. Med et stabilt kundeforhold, og etter at bankkrisen på slutten av 80-tallet er overstått, burde det ikke lenger by på særlige problemer å lånefinansiere lønnsomme prosjekter. Postsparebanken planlegger å bygge opp en næringslivsdivisjon. Dette vil kunne øke konkurransen i markedet for lånefinansiering til små og mellomstore bedrifter.

Av finansinstitusjonene er det forretningsbankene som låner ut mest til næringsvirksomhet. I gjennomsnitt over perioden 1986-1994 stod forretningsbankene, statsbankene og sparebankene for henholdsvis 36 pst., 18 pst. og 17 pst. av totale utlån til ikke-finansielle foretak og personlig næringsdrivende.²² Gjennomsnittlig utgjorde totale utlån i denne perioden 352 milliarder kroner per år.

Egenkapital eller risikokapital omfatter aksjekapital, venturekapital og ansvarlige lån. Den største markedsplassen for kjøp og salg av aksjer er Oslo Børs. Imidlertid hentes bare om lag 1/3 av aksjekapitalen over Oslo Børs, resten hentes i det «uorganiserte» markedet.

Børsnotering av små og mellomstore bedrifter (SMB) trådte i funksjon 1. april 1992. Formålet med opprettelsen av SMB-listen er å skape en regulert markedsplass for omsetning av aksjer i små og mellomstore bedrifter for å lette tilgangen på risikovillig kapital.

Samme regler og rutiner gjelder for kjøp og salg av aksjer notert på SMB-listen som for aksjer notert på Oslo Børs sin hovedliste. Handelen med foretakets aksjer blir dessuten overvåket av Børsen. Verdipapirlovens bestemmelser om tilbudsplikt, meldepliktig verdipapirhandel og bestemmelser om flagging gjelder på lik linje for SMB-selskaper som for andre børsnoterte selskaper.

For at SMB-notering skal kunne skje, må Oslo Børs finne aksjen egnet til notering, den må ha en viss allmenn interesse, og den må forventes å være gjenstand for regelmessig omsetning. Selskapet må ha en kursverdi på minst 8 millioner kroner på introduksjonstidspunktet. Minst en fjerdedel av aksjene må være spredd på personer som ikke antas å ha nær tilknytning til selskapet, og denne delen må være fordelt på minst 50 personer med minst en omsetningspost hver.

I april 1995 er 29 selskaper notert på SMB-listen på Oslo Børs. Dette er en økning med 11 selskaper i løpet av tre år. Markedsverdien av selskapene notert på SMB-børsen var 777 millioner kroner da den trådte i funksjon i 1992 og vel 5,5 milliarder kroner ved utgangen av 1994.

I 1992 hadde 88 pst. av industriforetak med mindre enn 50 ansatte mindre enn 8 millioner i totalkapital. Markedsverdien kan være noe høyere enn bokført kapital, og bildet kan dessuten være forskjellig i andre næringer. Det er likevel grunn til å tro at bare en forholdsvis liten del av små og mellomstore bedrifter har muligheter til å skaffe seg egenkapital over SMB-børsen fordi markedsverdien er for lav, og fordi kravene til notering er forholdsvis strenge.

22. Foreløpige tall for 1994

Ikke-børsnoterte selskaper henter normalt egenkapital ved å utstede aksjer til en enkelt, eller til en begrenset gruppe av private investorer. Omfanget av denne form for kapitaltilgang er ikke kjent, nettopp fordi den ikke er organisert. Det kan også være vanskelig å skille mellom kapitaltilgang på forretningsmessig basis og den som skjer gjennom bekjentskap, slektskap eller ved arveoppgjør. Kapitaltilgangen på forretningsmessig basis antas også å være begrenset. Det er trolig få som sitter med formuer som de har behov for å plassere utenfor egen virksomhet, og som samtidig vil engasjere seg aktivt på eiersiden slik en større investering i en annen bedrift forutsetter.

4.4.2 Venturekapital (prosjektkapital)

Dersom den som har kapital også har kompetanse om den typen prosjekt som skal finansieres, vil informasjonskostnadene reduseres. Venturekapital utgjør en form for «kompetent kapital» som vil være aktuell for finansiering av prosjekter med noe mer enn vanlig risiko. Venturekapitalen kjennetegnes av at avkastningen tas ut i form av verdistigning heller enn løpende dividende, og at kapitalen trekkes ut når foretaket er gjennom en første vekstfase og har konsolidert seg.

I Norge finnes 20-25 ventureselskaper. I 1993 utgjorde disse selskapenes kapitalbase 2,6 milliarder kroner. Av ny venture kapital i 1993 kom over 80 pst. fra realiserte gevinster på allerede investert kapital.

Norsk risikokapital forening (NRKF) har gjennomført en kartlegging av 19 norske venture- og investeringsselskaper i perioden februar til april 1994 med investeringer i tilsammen 60 bedrifter. Halvparten av bedriftene hadde mindre enn 10 ansatte. Gjennomsnittlig investering pr. bedrift var økende med bedriftsstørrelse fra 1,3 millioner kroner i bedrifter med mindre enn 10 ansatte til 8,6 millioner kroner i bedrifter med 200 ansatte eller flere. Det var en klar tendens til at investeringer i nyetableringer økte i forhold til tidligere år. Hoveddelen av investeringene gikk imidlertid til ekspansjon i eksisterende bedrifter. Undersøkelsen viste at ved inngangen til 1994 hadde de fleste norske investerings- og ventureselskaper rimelig god likviditet og dermed mulighet til å investere i prosjekter med tilfredstillende lønnsomhet. Informasjon fra selskapene tyder imidlertid på at det var mindre tilgang på slike prosjekter enn det hadde vært de siste årene. Erfaringer viser at av ventureselskapenes engasjement går i gjennomsnitt 3 av 10 med tap²³, og de fleste oppnår liten fortjeneste.

Ved behandling av statsbudsjettet for 1989 vedtok Stortinget å bevilge 100 millioner kroner til kapitalinnskudd i ventureselskaper, jf. Budsjett-innst. S. II (1988-89). Disse midlene, som omtales som *Venturefondet*, ble tidligere forvaltet av Industribanken. Fra og med 2. halvår 1993 forvaltes midlene av egenkapitaldivisjonen i SND. På statsbudsjettet for 1992 bevilget Stortinget ytterligere 80 millioner kroner til *Venturefondet*.

Norsk Vekst A/S

Ved behandling av statsbudsjettet for 1989 besluttet Stortinget å opprette Norsk Venture A/S, jf. St.prp. nr. 1 Tillegg nr. 12 (1988-89). Selskapet skiftet senere navn til Norsk Vekst A/S. Ved opprettelsen betalte Staten inn 49 pst. av aksjekapitalen. Det ble besluttet at selskapet skulle ha en samlet aksjekapital på 600 millioner kroner. For å stimulere tilgangen på privat kapital ble skatteloven endret slik at det ble

23. Nordisk Ministerråd (1993) Riskkapitalforsörjningen til små- och medelstora företag i Norden. Nordiske seminar- og Arbejdsrapporter 1993:577

mulig å bruke skattemessige gevinster ved salg av driftsmidler til kjøp av aksjer i Norsk Vekst A/S, jf. Ot.prp. nr. 37 (1988-89).

Opprettelsen av Norsk Vekst A/S ble blant annet basert på følgende prinsipp, jf. St.prp. nr. 1 Tillegg nr. 12 (1988-89):

«- Selskapet må ha som hovedformål å gå inn med egenkapital i små og mellomstore forholdsvis nyetablerte bedrifter, fortrinnsvis innenfor konkurranseutsatt næringsvirksomhet, der det foreligger et potensiale for vekst og lønnsomhet. Selskapet må skaffes førsteklasses kompetanse i denne form for investeringsaktivitet og må kunne sikre profesjonell oppfølging av de engasjement som det går inn i. Egenkapitaltilførselen vil i karakter være langsiktig, men siktemålet vil være å trekke seg ut når bedriften er veletablert og kan finansieres på annen måte.»

Statens eierinteresser ble tidligere ivaretatt av Industribanken, deretter av egenkapitaldivisjonen i Statens nærings- og distriktsutviklingsfond og fra 1. september 1994 direkte av Nærings- og energidepartementet. Norsk Vekst A/S hadde ved utgangen av 1994 investert i 9 bedrifter. Antall aksjonærer var ca. 600. Norsk Vekst A/S og Kaldnes A/S fusjonerte med regnskapsmessig virkning fra 1. juli 1994. Det fusjonerte selskapet ble tatt opp til notering på Oslo Børs i januar 1995.

Driftsresultatet i Norsk Vekst A/S var negativt fra starten i 1989 og til og med 1992. Resultatet av finansielle poster bidro imidlertid til at årsresultatet før ekstrordinære poster ble positivt i hele perioden, med unntak av 1991. Investeringer i nyetableringer skjer også gjennom Norsk Nyetablering A/S der Norsk Vekst A/S er største aksjonær. Midler som ikke investeres som venturekapital inngår i Norsk Vekst A/S sin finansforvaltning. Fra regnskapet fremgår det at aksjer og fordringer i porteføljebedrifter svarte til 53 pst. av egenkapitalen. Kapitalen gir således finansielt rom for flere plasseringer i porteføljebedrifter.

4.4.3 Statens Nærings- og distriktsutviklingsfond (SND)

SND ble opprettet med virkning fra 1. januar 1993 gjennom sammenslåing av Distriktenes Utbyggingsfond, Industrifondet og Småbedriftsfondet. Den Norske Industribank ble innlemmet med virkning fra 1. mars samme år. Fondet skal fremme samfunnsøkonomisk lønnsom næringsvirksomhet både i distriktene og i landet forøvrig, jf. Ot.prp. nr. 57 (1991-92).

SND administrerer ulike låne- og tilskuddsordninger samt en egenkapitalordning. SND gir også garantier for lån gjennom private finansinstitusjoner. Låneordningene omfatter grunnfinansieringslån og to typer risikolån, en distriktsrettet og en landsomfattende låneordning. Grunnfinansieringslån er mellomlange og lange lån som sikres ved pant i fast eiendom og/eller leierett med driftsbehør, innenfor en prioritet som normalt gir dekning. Låneordningen er landsdekkende, gjelder både små og store bedrifter og forutsettes å være selvfinansierende. Risikolånene ytes til lavere rente enn i private kredittinstitusjoner for tilsvarende usikre prosjekter. I 1993 gikk nesten 90 pst. av tilsagnene om risikolån, utviklingstilskudd og investeringstilskudd til bedrifter med mindre enn 50 ansatte.

Egenkapitaldivisjonen skal hjelpe foretak i en overgangsfase, fra etablering og fram til de kan få inn egenkapital over børs, og utgjør dermed en form for venturekapital. Kapital kanaliseres til høyrisikoprosjekter som ellers vil ha problemer med å finne finansiering. SND er i dag den største enkeltaktøren i Norge for tilførsel av venturekapital til næringslivet. Egenkapitalen inngår som aksjekapital eller ansvarlige lån.

Statsbankutvalget (NOU 1995:) har vurdert SNDs framtidige rolle. Utvalget finner at statlig kredittytting har tre hovedbegrunnelser:

«For det første kan det være ønskelig å gi risikolån til en del formål som ikke ville fått kreditt i det private markedet. For det andre kan det være ønskelig å gi kreditt på særlig rimelige vilkår til prosjekter der det offentlige interesse er knyttet til selve investeringen. For det tredje kan hensynet til å bringe lånekunder inn i en situasjon der offentlige organer kan påvirke gjennomføringen av prosjektene, berette et tilbud om gunstig kreditt.»

Statsbankutvalget konkluderer med at SNDs utlån med god pantesikkerhet bør begrenses og erstattes av lån gjennom private kredittinstitusjoner. Lån med god pantesikkerhet vil imidlertid kunne være aktuelle for småbedrifter i distrikter der private kredittinstitusjoner er svakt representert. Utvalget mener videre at lån med dårlig pantesikkerhet (produksjonsutstyr og bygninger i områder med svakt annenhåndsmarked) har stor likhet med risikolån, og derfor bør inngå i SNDs virksomhetsområde. Når det gjelder egenkapitalordningene, mener statsbankutvalget at SND bør samarbeide med de private bankene for å få best mulig informasjonsgrunnlag.

4.5 INSTITUSJONELLE FINANSIERINGSKILDER

4.5.1 Forholdet mellom finansinstitusjonene og næringslivet

Finansinstitusjonene har som oppgave å ta i mot sparing fra husholdninger og bedrifter og å kanalisere denne sparingen til investeringer ved å yte kreditt. I de fleste land er finansinstitusjoner viktige for næringslivets kapitaltilgang både for egenkapital og lånekapital. Hvor nært bedriftene er knyttet til banker og andre finansinstitusjoner i form av eierskap og deltakelse i ledelse av bedriftene varierer imidlertid mye. Det er vanlig å skille mellom «bank-dominerte» og «markedsdominerte» finansmarkeder. De bankdominerte finansielle markedene finner en særlig i Tyskland og Japan der bankene både har betydelige egenkapital-innskudd, lån til bedriftssektoren og deltar aktivt i styring av bedriftene.

USA og Storbritannia har mer markedsdominerte systemer og det er gjennom lovgivning gitt klarere begrensninger i bankenes muligheter til å finansiere og styre bedrifter. Blant våre naboland ligger Sverige og Finland nær den tysk-japanske modellen, mens Danmark følger den anglosaksiske.

I Norge har man ønsket å unngå at bankene skulle ha et sterkt engasjement i enkeltbedrifter. En har lagt vekt på at deres rolle som eiere kunne komme i konflikt med rollen som forvalter av innskytternes midler. Som eiere kunne de fristes til å strekke seg lenger både med hensyn til lån og egenkapital enn forretningsmessige hensyn skulle tilsi. Dermed ville det også oppstå konkurransemessige vridninger i produktmarkedet til fordel for bedrifter med sterk bank som eier. Det har videre vært motstand mot den maktkonsentrasjon som omfattende eierskap fra bankenes side i næringslivet ville medføre. Også utfra ønsket om å begrense bankenes risikotaking, har lovgivningen satt grenser for plassering i aksjer.

Sett fra næringslivets side kan det imidlertid være fordeler ved det tysk-japanske mønster. Banker vil ha større forutsetninger enn anonyme eiere til å følge bedriftens virksomhet og engasjere seg tidlig dersom bedriften får økonomiske problemer. Dessuten vil kostnadene ved å skaffe kapital ofte bli lavere og eierne kan være mer innstilt på å tillate langsiktig planlegging. På den annen side må bedriftens ledelse akseptere å dele sin styringsrett med banken.

En bedrifts forhold til en bank vil endres over tid og variere med bedriftenes størrelse. Små nyetablerte bedrifter vil normalt ha større nytte av et tett forhold til

en finansinstitusjon enn større og eldre bedrifter. Store og mer etablerte bedrifter, som er godt kjent i finansmarkedene, vil normalt være mer uavhengige av bankene. I noen land er det utviklet egne markeder for kapital til nystartede bedrifter med høy risiko med tilhørende store fortjenestemuligheter (venture-selskaper). Dette har vært forsøkt i Norge hvor også det offentlige medvirker.

4.5.2 Finansinstitusjonenes aksjeplasseringer

De ulike typer finansinstitusjoner har alle anledning til å plassere deler av sin forvaltningskapital i aksjer. Det vil imidlertid variere hvor mye det er naturlig og ønskelig for de ulike typer institusjoner å plassere på denne måten.

I lovgivningen som regulerer de enkelte typer av finansinstitusjoner, er det nærmere angitt hvor stor andel av forvaltningskapitalen/egenkapitalen den enkelte institusjon kan ha i aksjer. Både for forretningsbanker og sparebanker er det satt en øvre grense for aksjeholdninger på 4 pst. av forvaltningskapitalen. For begge gjelder dessuten en rekke bestemmelser om bankens og dens tillitsmenns deltakelse i annen næringsvirksomhet. Det er blant annet forbud mot at banken deltar i bedriftenes styrer. Siktemålet med disse bestemmelsene er å forhindre interessekonflikter. Lovgivningen setter således klare begrensninger på bankers mulighet til å utøve kontroll og ha en aktiv eierrolle, i hvert fall i normale situasjoner, for bedriften det gjelder.

Lov om Forsikringsvirksomhet fastlegger at et forsikringsselskap ikke kan ha mer enn 20 pst. av sin forvaltningskapital i aksjer og maksimalt 15 pst. av aksjene i ett foretak. Det er ingen lovmessig hindring for forsikringsselskap mot å delta i bedriftenes styrer slik som for bankene.

Lov om finansieringsvirksomhet begrenser finansforetakenes (Kredittforetak og finansieringsselskaper) aksjeinnehav til 50 pst. av ansvarlig kapital. Hovedregelen er at erverv av aksjer ikke anses som finansieringsvirksomhet. Tabell 4.9 under sammenfatter gjeldende regler og hvor stort de faktiske innehav av aksjer var ved utgangen av 1994.

Tabell 4.9: Finansinstitusjonenes aksjeplasseringer

	Maksimalt aksjeinnehav prosent av forvaltningskapital	Faktisk aksjeinnehav pr. 31.12.93	
		Mrd. kr. (Utenlandske i parentes)	Prosent av forv. kap.
Banker	4	12,5 (1,2)	2,1
Livsforsikringsselskaper	20	21,7 (3,9)	9,9
Pensjonskasser	20	3,1 (0,0)	6,3
Skadeforsikrings-selskaper	20	11,6 (3,6)	17,5

Kilde: Statistisk sentralbyrå

4.5.3 Folketrygdfondet

Folketrygdfondet ble opprettet i 1966 i forbindelse med innføringen av loven om folketrygden. Intensjonen var at folketrygdsystemet delvis skulle baseres på forsikringsmessige prinsipper, og at det derfor skulle bygges opp et fond som skulle kunne gi et viktig bidrag til dekning av folketrygdens utgifter etter hvert som de

ville stige i tiden fremover. Allerede ved slutten av 1970-årene var imidlertid trygdens utgifter blitt større enn inntektene, og siden 1979 er det derfor ikke blitt overført midler fra folketrygden til Folketrygdfondet. Fondets inntekter er imidlertid blitt lagt til kapitalen, og fondet har i dag en forvaltningskapital på om lag 80 mrd. kroner.

Fondet er i dag helt fristilt fra folketrygden, både ved at det verken overføres midler til eller fra fondet og ved at det heller ikke er fastsatt regler for i hvilke situasjoner fondet eventuelt skal kunne tre inn som likviditetsreserve for folketrygden. Fondet plasserer det meste av sine midler i kontolån til staten og statsobligasjoner samt i en mindre andel kommunale obligasjoner.

I 1991 ble Folketrygdfondet gitt adgang til å investere inntil 10 pst. av forvaltningskapitalen i aksjer notert på Oslo børs. Senere er den øvre grensen for aksjeplasseringer blitt hevet, først til 15 pst. og sist i forbindelse med Nasjonalbudsjettet 1995 til 20 pst. av forvaltningskapitalen. Ved utgangen av 1994 var 8,5 mrd. kroner eller om lag 10 pst. av fondets midler plassert i aksjer. Regelverket for Folketrygdfondets aksjekjøp tilsier at fondet skal søke best mulig avkastning på sine midler, og fondet har ikke det en kan kalle en aktiv eierrolle i det store antall bedrifter der det kjøper aksjer.

4.5.4 Nærmere om livsforsikringsselskapene og pensjonskassenes aksjeplasseringer

Livsforsikringsselskapene og pensjonskassene har etter gjeldende regelverk anledning til å investere inntil 20 pst. av forvaltningskapitalen i aksjer. De færreste selskaper har i dag utnyttet denne muligheten, og aksjeandelen ligger i dag på i underkant av 10 pst. i livselskapene, mens den er vel 6 pst. i pensjonskassene. Livsforsikringsselskapene forvalter i dag om lag 220 mrd. kroner totalt og har derfor et potensiale for ytterligere aksjeplasseringer på over 20 mrd. kroner, mens pensjonskassene har et potensiale på vel 6,5 milliarder kroner.

Forsikringsselskapene reguleres av *Lov om forsikringsvirksomhet og Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner*, begge av 10. juni 1988, henholdsvis nr. 39 og 40 samt utfyllende forskrifter. Det har vært omfattende endringer i lov og regelverk for forsikringsnæringen de siste år. Formålet har vært å skape et mer enhetlig regelverk for finansinstitusjoner og å styrke konkurransen på finansmarkedet. Det har også vært et viktig hensyn å sikre forsikringstakernes interesser gjennom blant annet flytterett og løpende fordeling av overskudd.

Et livsforsikringsselskap har i prinsippet følgende anvendelser for avkastningen (overskuddet) på den kapital selskapet forvalter:

- Avkastningen kan kontoføres på forsikringstakers hånd. Slik overføring til kunden kan være en garantert avkastning som er fastsatt i den enkelte kontrakten mellom kunden og selskapet, eller en variabel avkastning som er knyttet til avkastningen på hele eller deler av selskapets forvaltningskapital. Overføringen til kunden kan også være en kombinasjon av disse to.
- Avkastningen kan avsettes som fond eller reserver hvor kunden ikke får en direkte kontoføring, men har en betinget rettighet til å motta en andel når kontrakten opphører eller flyttes til annet selskap. Formålet med fond av denne typen er å ha en buffer overfor svingninger i verdien av selskapets aktiva. (I tillegg til dette har livselskapene «bufferkapital» i form av urealiserte kursgevinster og egenkapital utover egenkapitaldekningskravet.)
- Deler av avkastningen kan settes av til egenkapital eller utbetales til eierne av selskapet. Et gjensidig selskap vil ikke ha noe utbyttekrav til eierne. I tillegg betaler selskapet skatt etter nærmere fastsatte regler.

Hovedintensjonen i reguleringene av livsforsikringsselskapene i Norge er at avkastningen på oppsparte midler skal komme forsikringstakerne til gode. I følge Forsikringsloven skal livselskapenes overskudd løpende fordeles mellom selskapet og kundene. Utover garantert avkastning skal minst 65 pst. av overskuddet hvert år tilfalle kunden. Urealiserte kursgevinster tildeles kun ved flytting og opphør. Resten kan settes av til skatt, utbytte til eierne av selskapet og oppbygging av egenkapital. Beløp som er kontoført hos forsikringstaker, kan ikke senere tilbakeføres for å dekke tap. Kunden har dermed en ubetinget fordring på selskapet for faktisk inntjent avkastning. Oppsamlet og framtidig overskudd skal fordeles etter den enkelte kontrakts bidrag til dannelsen av overskuddet, og etter de premie- og beregningsgrunnlag som har vært anført for den enkelte kontrakt.

Selskapene kan etter regelendring i 1993 sette av *tilleggsreserver* som tilhører kundene, men som ikke er tildelt med endelig virkning. Denne ordningen avløste ordningen med kursreguleringsfond som ble innført i 1992. Tilleggsreserver kan anvendes til å dekke avkastningsgarantien i år med dårlig avkastning. Tilleggsavsetninger gjøres før overskudd slik at høye tilleggsavsetninger reduserer det beløp som kan disponeres til utbetaling av utbytte. Det er satt et øvre tak på hvor høye tilleggsavsetningene kan være.

Forsikringsloven gir forsikringstaker rett til å bytte forsikringsselskap eller opprette egen pensjonskasse. Ved flytting kan forsikringstaker ta med seg verdien av kontoen ved siste årsskifte, og minst garantert avkastning fra årsskifte frem til flyttetidspunkt. Urealiserte gevinster fås også med. Flyttefristene er 2 måneder for individuelle kontrakter og for kollektive kontrakter med beløp mindre enn 10 millioner kroner. Fristene er 4 måneder for kontrakter på inntil 50 millioner, 6 måneder for kontrakter inntil 200 millioner og 8 måneder for beløp over dette.

Et forsikringsselskap skal etter forsikringsloven ha en egenkapitaldekning som til enhver tid utgjør minst 8 pst. av selskapets aktiva og selskapets forpliktelser utenfor balansen, beregnet etter prinsipper for risikoveining. De ulike poster gis en risikovekt etter den antatte kredittrisiko de representerer. Egenkapitalkravet er det samme som for banker. Kravet til kapitaldekning må være oppfylt innen 31. desember 1997 med opptrapping fram til denne dato. I tillegg til egenkapitalkravet skal forsikringsselskap oppfylle EØS-reglene om solvensmarginkapital. Kravet til solvensmarginkapital beregnes ut fra selskapets forsikringsforpliktelser. Forsikringsselskap har altså to separate sett med kapitaldekningskrav.

Fra november 1993 har det ikke vært adgang til å inngå nye kontrakter med høyere garantert avkastning enn 3 pst. Kollektive pensjonskontrakter med rente utover 6 pst. skal nedjusteres til maksimalt 6 pst. der hvor dette er rettslig mulig. Garantert avkastning på gamle kontrakter varierer mye, og en antar at gjennomsnittet ligger på om lag 4 pst.

Nedenfor vurderes virkninger av reguleringene av næringen på den mulighet til å ha langsiktige plasseringer av aktivasiden. Det er viktig å være klar over at virkningene for livselskapenes kunder av små forskjeller i avkastningen over tid kan være betydelig.

Kombinasjonen av *garantert årlig avkastning* og den *årlige fordelingen av overskudd* utover garantert avkastning, fører til at løpende avkastning må proreres framfor framtidig forventet avkastning. Dagens regelverk medfører dessuten at forpliktelsene må framskrives. Avkastning utover minsteavkastning skal nemlig betraktes som ekstra premieinnbetaling og minst forrentes som den garanterte renten.

Årlig fordeling av overskudd trekker i retning av at selskapene velger plassering i aktiva med kort rentebinding. Siden langsiktige plasseringer normalt gir høyere avkastning over tid, vil bestemmelsene om overskuddsdeling og garantert årlig

minsteavkastning kunne komme i konflikt med forsikringstakers interesser om å oppnå best mulig langsiktig avkastning.

Forsikringstaker har ensidig *flytterett* for premiereserve, premiefond, tilleggsavsetninger og kursreserve knyttet til kontrakten. Dette har gjeldt fra og med 1988 for individuelle kontrakter og fra og med 1992 for kollektive kontrakter. I følge dagens regler kan kunden ta med seg verdien av kontoen ved siste årsskifte samt minst den garanterte avkastning fra årskiftet frem til flyttetidspunktet. Dersom avkastningen har vært negativ i dette tidsrommet, får kunden med seg en større andel av selskapets kapital enn det kundens oppsparte kapital skulle tilsi. Dette kan påføre de forsikringstakere som sitter igjen i selskapet et tap. Det har også vært en viss frykt for «spekulativ» flytting ved kursoppgang.

Selv om flytting i praksis har vært lite utbredt, innebærer den i prinsippet at risikoen for selskapet ved investeringer i aksjer øker. Mulighetene for flytting innebærer også en likviditetsbelastning selv om den med de frister som nå gjelder ikke kan sies å være spesielt stor. Flytterett er på den annen side en viktig faktor for å opprettholde en effektiv konkurranse mellom selskapene.

Noen av livselskapene er organisert som aksjeselskap og har utbyttekrav fra eierne. *Gjensidig* eide selskaper «slipper» dette tilleggskravet. Utbyttet til eierne i aksjeselskapene i denne bransjen er i dag regulert for å hindre at eierne tar ut for mye i forhold til forsikringstakerne.

Unit-linked, eller livsforsikring med investeringsvalg, innebærer at forsikringstakeren kan velge hvordan selskapet skal plassere investeringsdelen av forsikringen. Forsikringstakeren bærer risikoen ved verdiendringer i de verdipapirene som velges. Det har til nå vært stillet krav om at kunden ikke skulle ha negativ avkastning på sine midler. Unit-linked er en innskuddsbasert forsikringsordning som ikke omfattes av de skatteregler som ellers gjelder for pensjonsordninger (EPES).

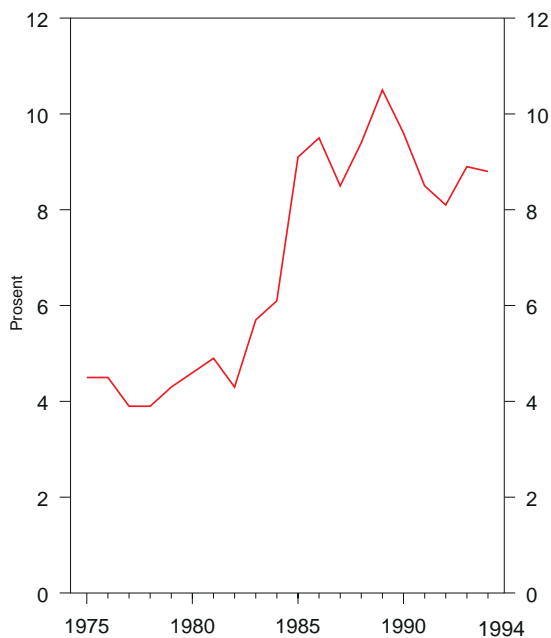
Kravet til minsteavkastning har ført til at livselskapene ikke har villet tilby denne type forsikringer. En arbeidsgruppe nedsatt av Finansdepartementet har foreslått å fjerne avkastningskravet, og nye regler er sendt på høring. Selv om kravet til minsteavkastning fjernes, er det neppe grunn til å regne med at omfanget av Unit-linked forsikringer med gjeldende skatteregler vil øke særlig. Økt omfang av Unit-linked forsikringer kunne gitt grunnlag for at livselskapene plasserte en større andel av sine midler i aksjer. I dag er om lag 90 pst. av livselskapenes forvaltningskapital knyttet til forsikringer med skattebegunstigelse.

Livselskapene har i likhet med andre finansinstitusjoner *avkortning i ansvarlig kapital* dersom de har aksjer i andre finansinstitusjoner. At livselskapene også underlegges en slik regel er ikke vanlig i andre land. Avkortingsreglene gjør det mindre attraktivt for livsforsikringsselskapene å sitte med aksjer i finansinstitusjoner.

4.6 HUSHOLDNINGENES PLASSERINGER I AKSJER

4.6.1 Aksjer som plasseringsobjekt

I følge Norges Banks oversikter hadde husholdningene en brutto finansformue på 750 mrd. kroner ved utgangen av 1994. Av dette var vel 67 mrd. kroner plassert i aksjer mens bankinnskudd til sammenlikning utgjorde 287 mrd. kroner. Aksjebeholdningen utgjorde dermed 8,9 pst. av samlede fordringer i husholdningene. I gjennomsnitt for de siste 10 årene har denne andelen vært 9,1 pst. og variasjonene fra år til år har vært små, jf. figur 4.9. I 1992 etter bankkrisen sank andelen ned til 7,2 pst. men har siden gått noe opp.



Figur 4.9 Husholdningenes beholdning av aksjer (utenom aksjefond) i prosent av samlede finansielle fordringer

Kilde: Norges Bank.

Husholdningene har alltid behov for å holde en del av sine fordringer i likvide plasseringer. Denne andelen vil blant annet variere med husholdningenes inntekt og fordringsnivå. Husholdninger med høye fordringer vil naturlig kunne ha en mindre andel av sine fordringer i likvide midler og vil gjennomgående derfor ha muligheter til å plassere en større andel i aksjer. I Norge har man en kombinasjon av forholdsvis små brutto fordringer i husholdningssektoren og jevn inntektsfordeling. Begge deler begrenser det samlede aksjeinnehav i husholdningssektoren sammenliknet med andre land, jf. tabell 4.10.

Tabell 4.10: Husholdningenes beholdning av aksjer i ulike land i prosent av brutto fordringer.

	1980	1985	1993
<i>Norge</i>	4,6	9,1	10,2
Sverige	7,8	20,1	16,0
USA	17,8	18,5	20,1
Japan	2,0	8,4	6,6
Frankrike	14,1	26,4	45,0
Tyskland	4,8	7,0	5,2

Kilde: OECD og Norges Bank (for Norge)

Dersom en ønsker å øke den andel av husholdningenes finansformue som tilflytter egenkapitalmarkedet, kan dette skje enten ved økt direkte sparing i aksjer og aksjefond eller ved at de finansinstitusjonene som forvalter husholdningenes langsiktige sparing øker sin beholdning av aksjer. Det siste spørsmålet er behandlet i foregående avsnitt.

Dersom husholdningenes selv skal ønske å plassere en større andel av sin fordringer i aksjer, må aksjer fremstå som et attraktivt spareobjekt og være lett tilgjengelig. Som tidligere nevnt, er det norske aksjemarkedet preget av relativt store kursvingninger og med en gjennomgående høy andel av forventet avkastning i form av verdistigning. Videre har det norske aksjemarkedet etter bankkrisen og de betydelige tap den påførte eierne av bankaksjer, trolig relativt få aksjer som fremstår som gode spareobjekter for vanlige norske husholdninger. Normalt vil det være mer attraktivt for små investorer at aksjemarkedet har mange tilbydere og mange etterspørrere, og at ikke noen få store investorer «bestemmer» for mye av kursutviklingen. Det norske aksjemarkedet framstår som nokså dominert av noen få store aktører. Alt dette gjør at det norske aksjemarkedet av mange oppfattes som lite småsparr vennlig.

For å sikre seg mot ulike former for innside-handel, gjelder det ved børsen et omfattende regelverk som gir styremedlemmer handleforbud i forbindelse med fremleggelse av resultater for selskapene og plikt til å underrette og få godkjenning av administrerende direktør ved alle salg. Ettersom det norske markedet er lite og omfanget av krysseierskap mellom bedriftene stort, vil «streng» innside-regler kunne virke begrensende på interessen til privatpersoner som kan komme i en slik stilling. Dette vil ofte være personer med betydelige formuer og med en type innsikt som gjør det naturlig å plassere i aksjer.

Det knytter seg generelt betydelige administrative kostnader til det å ha mange små aksjonærer i en bedrift. Bedriften må opprettholde et aksjonærregister og sende ut regelmessig informasjon og innkallinger til generalforsamlinger mv. Dette gjør det lite lønnsomt for bedriftene å ha enkeltaksjonærer med svært små poster, og det kan påvirke viljen til å markedsføre aksjer overfor husholdningene.

Det har også vært hevdet at det nå i noen tid har vært relativt tungvint og kostbart for privatpersoner å kjøpe mindre aksjeposter, fordi distribusjonen av aksjer gjennom banksystemet falt bort da bankene etter bank-krisen måtte skille ut sine fondsselskaper. Dette er nå endret, og det skulle da bli gradvis enklere og billigere for småsparere å kjøpe aksjer. Kjøp av aksjer gjennom fond kan også fortone seg mindre attraktivt da denne type plasseringer er belagt med relativt høye forvaltnings- og omsetningsgebyr.

4.6.2 Skattesystemets behandling av aksjer

Skattesystemet påvirker husholdningenes ønske om å investere i aksjer på flere måter. Aksjer behandles på en særskilt måte ved beregning av formuesskatt. Videre kan en personlig skattyter få skattefradrag ved kjøp av andeler i aksjefond, og det gjelder særskilte regler for beregning av verdistigning på aksjene.

I det norske skattesystemet er grunnlaget for *beskatning av formue* i utgangspunktet omsetningsverdien. De ulike formuesobjektene behandles imidlertid ulikt med hensyn til verdifastsettelse. Generelt er finansformue langt høyere verdsatt enn for eksempel boligkapital og kapitalvarer. Ved plasseringer i finansfordringer må derfor husholdningene ta hensyn til at avkastningen etter skatt kan bli betydelig redusert som følge av økt formuesskatt.

Aksjer verdsettes likevel lavere enn andre former for finansformue. Børsnoterte aksjer verdsettes til 75 pst. av kursverdien pr. 1. januar i ligningsåret. Tilsvarende

regler gjelder for andeler i aksjefond. Ikke-børsnoterte aksjer verdsettes til 30 pst. av aksjenes forholdsmessige andel av selskapets samlede skattemessige formuesverdi pr. 1. januar året forut for ligningsåret. For tilsvarende utenlandske selskaper legges 30 pst. av antatt omsetningsverdi til grunn. Ved verdsettelsen av aksjer notert på SMB-listen legges 30 pst. av kursverdien pr. 1. januar i ligningsåret til grunn.

Den store rabatten på ikke-børsnoterte selskaper kan gjøre det lønnsomt å opprette et selskap som sitter med egne aksjer kun med sikte på å spare skatt. I prinsippet kan en helt unngå formuesskatt ved å plassere formue i selskapet og ta opp tilstrekkelig gjeld privat.

Siden 1982 har en i Norge hatt en ordning med *aksjesparing med skattefradrag (AMS)*. Av om lag 1,5 mill. skattytere gjør 150-200 000 skattytere bruk av ordningen. Skattefradraget gis til kjøp av andeler i aksjefond som investerer i norske, børsnoterte aksjer. I det opprinnelig vedtatte skattesystemet etter skattereformen i 1992, ble adgangen til å spare i aksjer med skattefradrag fjernet. Begrunnelsen var at en ønsket å fjerne vridninger i skattesystemet. I løpet av 1992 ble imidlertid ordningen gjeninnført, og det ble gitt anledning til et skattefradrag på 15 pst. av sparebeløpet for aksjefondsandeler opp til 5 000 kroner i skatteklasse 1 og 10 000 kroner i skatteklasse 2. Disse beløpene er siden beholdt uendret.

Tabell 4.11 under gir en oversikt over innbetalte beløp under AMS i perioden 1982 til 1994. Tallene for de to siste årene er fra Verdipapirfondenes forening, mens de tidligere tallene er fra skattestatistikken.

Tabell 4.11: Omfang av AMS-ordningen. Årlige innbetalinger og anslått innestående beløp i millioner kroner.

År	Årlig innbetaling	Anslått innestående ¹⁾
1982	91	91
1983	204	295
1984	303	598
1985	452	1049
1986	446	1404
1987	424	1624
1988	390	1711
1989	1032	2292
1990	1160	3006
1991	820	3402
1992	267	3279
1993	863	3110
1994	949	2899

1) Anslaget på hvor mye som er innestående og underlagt binding, er usikkert da det bygger på at alt blir tatt ut etter 4 år.

Kilde: Statistisk sentralbyrå, Skattestatistikken og Verdipapirfondenes forening.

Aksjefondene forvalter altså nå anslagsvis 3 – 4 mrd. kroner i aksjer, basert på innbetalte midler under AMS. Den samlede forvaltningskapitalen i aksjefondene

var ved utgangen av 1994 på 12,9 mrd. kroner, og AMS utgjør således mellom 20 og 25 pst. av fondenes forvaltning og om lag 1,5 pst. av aksjene på Oslo Børs.

I forbindelse med skattereformen ble det vedtatt en metode for å unngå dobbeltbeskatning ved gevinstbeskatning av aksjer (RISK-modellen; Regulering av Inngangsverdi med Skattlagt Kapital). Metoden innebærer at inngangsverdien på aksjene i selskapet opp-/ned-reguleres med henholdsvis netto økning/nedgang i selskapets skattlagte kapital i løpet av den tiden eieren har hatt aksjene. Endringen i selskapets skattlagte kapital tilsvarer selskapets skattepliktige overskudd fratrukket skatt og utdelt utbytte. Selv om det er selskapene som foretar beregningene, oppleves nok RISK-ordningen av mange skattytere som noe fremmed som kompliserer selvangivelsen.

4.7 EGENKAPITALTILGANGEN. UTVALGETS VURDERINGER

Den viktigste kilde til egenkapital i næringslivet er den sparing som finner sted i bedriftene selv gjennom tilbakeholdt overskudd. Siden 1990 har det vært en klar tendens til økning i industribedriftenes egenkapitalandel, men dette kan i minst like høy grad tilskrives et lavt investeringsnivå som økning i tilbakeholdt overskudd.

Som tidligere påpekt er egenkapitaldannelsen i bedriftene selv et spørsmål av generell nærings- og skattepolitisk karakter, som en ikke har sett det som utvalgets oppgave å ta opp. En har derfor begrenset seg til en behandling av tilgangen på egenkapital fra privat sektor og gjennom tilførsel av statlig kapital.

Fra bedriftenes side er det en klar interesse i at mer av den private fordringsøkingen kan kanaliseres over til egenkapital. Det vil bidra til å gjøre egenkapitalen billigere. I tillegg er man interessert i å ha eiere med en langsiktig interesse i bedriften, såkalte «stabile eiere».

For plasseringen av den private sektors finansielle fordringer er det i utgangspunktet naturlig å legge til grunn at den skjer ut fra markedsmessige vurderinger der en avveining mellom avkastning, risiko og likviditet er avgjørende. Hva som for næringslivet oppleves som en sviktende tilgang på egenkapital, kan derfor være uttrykk for at forventet avkastning ikke gir dekning for den risiko som knytter seg til plasseringen. For å begrunne at det er behov for særlige tiltak fra offentlig side for å stimulere til aksjeplasseringer, må det i så fall kunne vises til at det samfunnsøkonomisk må legges en lavere risikovurdering til grunn enn hva som er naturlig ut fra et privatøkonomisk synspunkt.

Men aktørenes valg mellom finansobjekter er ikke bare bestemt av slike markedsmessige vurderinger som nevnt, men er også sterkt influert av det offentlige regelverk. Slike regler forutsetter en avveining mellom de hensyn de er ment å ivareta, og de hensyn som ligger til grunn for de markedsmessige vurderinger.

Banker og livselskaper står som mottakere av den overveiende del av fordringene i privat sektor. Livselskapene mottar det vesentlige for husholdninger.

For banker er det, som nevnt foran, satt en øvre grense for deres plasseringer i aksjer på 4 pst. av forvaltningskapitalen. Denne rammen er på langt nær utnyttet. Det kan være flere grunner til dette. Forbudet mot at bankene er representert i selskapenes styrende organer, kan nok i enkelte tilfeller begrense deres interesse av å sitte som stabil eier i selskaper og dermed også deres interesse for plasseringer i aksjer. Men det er heller ikke uttrykt noe generelt ønske fra bankenes side om å kunne ha et sterkere direkte ansvar for ledelsen av bedrifter, enten de sitter med aksjer i dem eller det gjelder deres kunder. En viktigere grunn er nok at aksjer for tiden ikke virker spesielt attraktive som porteføljeinvesteringer. Uheldige erfaringer fra 1980-årene kan her ha betydning, og bankene er også generelt blitt mindre innstilt på risikopregede plasseringer enn de tidligere var.

Sett fra myndighetenes side må denne vurdering overlates til bankene selv innenfor den grense som er fastsatt. En heving av denne grensen vil forøvrig være formålsløs så lenge adgangen til slike plasseringer er så lite utnyttet som den er i dag. En viser forøvrig til at Banklovkommisjonen er i ferd med å gjennomgå lovgivningen på dette området.

Etter bankene er livselskapene den viktigste mottaker av husholdningenes sparing. Det aller meste er knyttet til fremtidige pensjoner, enten som tjenestepensjoner eller frivillig pensjonsforsikring. I begge tilfeller er sparingen langsiktig og skulle derfor egne seg for plasseringer som erfaringsmessig over tid gir god avkastning, selv om de på kort sikt kan være utsatt for betydelige kurssvingninger.

Som påpekt foran virker lovens bestemmelse om garantert avkastning og årlig tilføring av årsoverskudd til den enkelte forsikringskontrakt med endelig virkning, begrensende for selskapenes plasseringer i papirer med stor kortsiktig kursrisiko. Dette vil foruten aksjer også gjelde langsiktige obligasjoner, men muligheten for å føre slike som anleggsmidler demper i noen grad virkningen for deres vedkommende.

Bestemmelsen om årlig tilføring av overskudd til den enkelte kontrakt kom inn med den nye loven av 1988 som en forutsetning for at flytteretten, som ble lovfestet samtidig, skal være mest mulig effektiv og kunne bidra til konkurranse mellom selskapene. For å kunne flytte forsikringen til et annet selskap, må forsikringstakeren nødvendigvis ha et ugjenkallelig krav på det han ønsker å flytte.

Den høyere langsiktige avkastning på aksjer enn på rentepapirer er en konsekvens av at utbytte og kursstigning må gi en kompensasjon for kortsiktig systematisk kursrisiko, og må regnes å være et varig fenomen. Forsikringstakeren betaler derfor en pris for flytteretten i form av lavere avkastning. Selv om konkurransen selskapene imellom også må antas å bidra til bedre avkastning for forsikringstakeren, er det ikke gitt at man har funnet den kombinasjon av flytterett og frihet for selskapet til å søke størst mulig avkastning, som forsikringstakeren er best tjent med. En mulig løsning på konflikten ville være i større grad å overlate dette valget til forsikringstakeren selv og ha mindre bindende regler i lovgivning og forskrifter om overskuddsanvendelsen. En viss usikkerhet om pensjonens størrelse kan være til å leve med når «folketrygden skal utgjøre en bærebjelke i det samlede pensjonssystemet», som det uttrykkes i utvalgets mandat.

Den betydning det fra et samfunnsøkonomisk synspunkt kan ha at publikums fordringer i større grad kanaliseres til markedet for egenkapital, må dessuten tillegges selvstendig vekt.

Husholdningenes direkte plasseringer i det organiserte aksjemarked er av nokså begrenset omfang. Tar en med plasseringene gjennom aksjefond utgjør de vel 8 pst. av deres samlede fordringer og står for knapt 10 pst. av aksjer notert på Oslo Børs. Men i tillegg til dette er en ukjent del av husholdningenes aksjeinnehav organisert i egne selskaper, og vil i statistikken komme med blant foretak.

Plasseringer gjennom aksjefond har vært skattemessig stimulert siden 1982 gjennom AMS-ordningen. I Ot.prp. nr. 11 for 1994-95 er det foreslått at ordningen utvides til også å gjelde kjøp av aksjeposter (og grunnfondsbevis) direkte i børsnoterte selskap. En utvidelse av ordningen til ikke-børsnoterte aksjer ble vurdert i proposisjonen, men blir avvist av skattetekniske årsaker. Med dette vil investorene slippe gebyr til forvaltningsselskapet, vanligvis på 2 pst., men samtidig gir de avkall på den risikospredning som aksjefond gir. Finansdepartementet antar at virkningen av utvidelsen blir forholdsvis liten.

I tillegg til dette fradraget i skatt blir ligningsverdi av aksjer og andeler i aksjefond generelt satt til 75 pst. av markedsverdi for børsnoterte og til 30 pst. av aksjenes forholdsmessige andel av selskapets skattemessige formuesverdi for ikke børs-

noterte selskaper. For skattytere som betaler formuesskatt, innebærer ligningsansettelsen av børsnoterte aksjer en «rabatt» på 0,25 – 0,4 prosentpoeng av markedsverdien.

En økonomisk begrunnelse for en skattemessig gunstig behandling av aksjeplasseringer kan være at risikoen knyttet til den verdi aksjekapitalen representerer, er mindre for samfunnet som forholder seg til den samlede aksjekapital i selskapene enn for den enkelte investor som bærer risikoen for et smalt segment av denne kapitalen. Dette kan tale for at en begrenset skattemessig særbehandling vil bidra til en samfunnsøkonomisk mer optimal allokering av kapitalen mellom de ulike fordringsobjekter enn man ellers ville fått.

AMS-ordningen og rabatten i formuesskatten øker avkastningen på å plassere i aksjer. Utvalget antar at den spesielle samfunnsøkonomiske interesse som kan ligge i en kanalisering av husholdningenes sparing til aksjeplasseringer med dette bør være ivaretatt.

Det må også påpekes at økt plassering i aksjer fra finansinstitusjoner og husholdninger ikke nødvendigvis vil gå til det norske aksjemarked. Spesielt behovet for at plasseringene skal være likvide, må ventes å føre til at de delvis vil finne sted i utenlandske aksjer. Dette vil imidlertid gjelde også for andre typer verdipapirer. I sum må en nok kunne regne med at tiltak som trekker i retning av økte aksjeplasseringer, for en stor del vil komme det norske aksjemarked til gode.

Som nevnt foran har statens direkte medvirkning til egenkapitaltilførsel til privat næringsliv skjedd gjennom venturefond, Folketrygdfondet og SND.

Folketrygdfondets adgang til plassering i norske aksjer må sees i lys av situasjonen i egenkapitalmarkedet i 1991 da denne adgangen ble åpnet. Fondet har i dag ingen tilknytning til folketrygden, og plasseringene må derfor i realiteten sees på som en plassering av statsmidler i aksjemarkedet. Normalt ville en vente at slike plasseringer fant sted ut fra en næringspolitisk vurdering og etter politisk fastlagte retningslinjer. Folketrygdfondet er blitt en betydelig aktør i aksjemarkedet uten dette. På lenger sikt kan man stille spørsmål ved hensiktsmessigheten av en slik ordning.

I årene fremover skal Statens Bankinvesteringsfond selge betydelige aksjeposter på statens vegne i de banker der Statens Bankinvesteringfond og Banksikringsfondet gikk inn i forbindelse med bankkrisen. Det ville kunne bli en betydelig belastning på aksjemarkedet om Folketrygdfondet samtidig skulle selge ut av sine aksjebeholdninger. Fondet har for øvrig så sent som i 1994 fått økt sin ramme for aksjekjøp til 20 pst. av kapitalen, mens aksjebeholdningen ved utgangen av 1994 utgjorde bare 10,2 pst. Med en så begrenset utnyttning av rammen, er det lite aktuelt å øke den.

Utenom Folketrygdfondet er statens engasjement med hensyn til egenkapitaltilførsel til næringslivet knyttet til små og mellomstore bedrifter (SMB). Det viktigste virkemiddel er egenkapitalfinansiering gjennom SND, som i tillegg til dette kan gi risikolån. Disse ordningene kom i gang så sent som i 1993, og det er således for tidlig å foreta en evaluering. SNDs virksomhet er for øvrig nylig behandlet av Statsbankutvalget.

Utover dette har staten gjort kapitalinnskudd i ventureselskaper og Norsk Vekst A/S. Resultatene har neppe svart til forventningene, men en må ta i betraktning at erfaringene skriver seg fra en periode med lavkonjunktur.

Innenfor den tid utvalget har hatt for sitt arbeid, har en lagt betydelig vekt på å vurdere om små og mellomstore bedrifter står overfor særlige vansker med hensyn til egenkapitaltilgang. Det generelle inntrykk er at i den grad dette måtte være tilfelle, har det mindre sammenheng med bedriftenes størrelse enn med deres evne til å gi kapitalen avkastning. Gjennom SND er det allerede etablert et apparat for å

hjelpe bedrifter basert på innovasjon, over i en vekstfase der de kan utvikle seg videre på egen hånd og hente inn egenkapital fra aksjemarkedet inklusive SMB-listen. Den næringspolitiske oppgaven på dette området synes ikke så mye å være å øke kapitaltilgangen som å bidra til å styrke såvel det tekniske som det organisatoriske og markedsmessige kompetansenivå i bedriftene.

Generelt har ikke utvalget funnet at det hefter påtakelige svakheter ved «egenkapitalmarkedets virkemåte» ut over de som følger av at:

1. vi har begrenset bredde i det private næringsliv, særlig knyttet til Fastlands-Norge,
2. vi sammenliknet med andre land har lite kapitaloppsamling på private hender, kanskje med unntak for skipsfartsnæringen,
3. politikken generelt ikke stimulerer, og enda mindre har stimulert, til oppbygging av fordringskapital sett i forhold til realkapital,
4. staten står som eier av viktige foretak som alternativt eller under andre forhold kunne vært finansiert over et privat kapitalmarked,
5. vi er et lite land der de som er aktive i aksjemarkedet, lett kommer i innsideposisjon.

Alle disse forhold virker hver for seg og sammen som begrensninger på egenkapitalmarkedet. Innenfor disse begrensninger er det vanskelig å finne klare holdepunkter for at markedet ikke fungerer så godt som man kunne ha rett til å forvente.

KAPITTEL 5

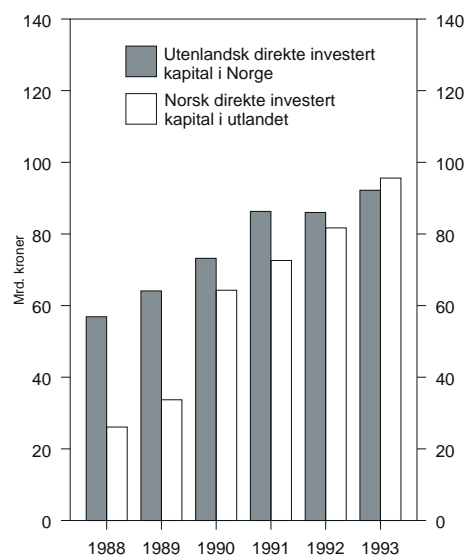
Nasjonalt eierskap

I utvalgets mandat er det vist til at det fra næringslivets side har vært stilt spørsmål ved om sparingen blir tilstrekkelig i tiden framover, og at det er ønskelig at det finnes et rimelig antall norske konsern med internasjonal virksomhet. I dette kapitlet har en gitt en oversikt over omfanget av såvel utenlandsk eierskap i norsk næringsliv som norsk eierskap i utlandet og tatt opp til nærmere vurdering betydningen både av nasjonalt eierskap og internasjonal integrering. En har videre drøftet mulighetene og begrensningene for en politikk fra myndighetenes side på dette området.

5.1 UTENLANDSKE INVESTORERS KAPITALBEHOLDNING I NORGE OG NORSKE INVESTORERS KAPITALBEHOLDNING I UTLANDET

Figur 5.1 viser omfanget av utenlandsk direkte investert kapital²⁴ i Norge og norsk direkte investert kapital i utlandet. Ifølge Norges Banks valutastatistikk var utlendingers beholdning av direkte investert kapital i Norge på omlag 92 milliarder kroner ved utgangen av 1993, en økning på 8 milliarder kroner sett i forhold til året før. Rundt 34 pst. av utenlandsk investert kapital i Norge var i petroleumsvirksomhet (jf. tabell 5.2). EU-land sto for i underkant av 30 pst., tilnærmet samme andel som ved utgangen av 1987. EU-landenes andel har imidlertid variert noe fra år til år. USA var største enkeltland med en andel på 24 pst. ved utgangen av 1993, fulgt av Sverige med en andel på 17 pst. Utenlandske investorer utenfor Europa og USA sto for 17 pst. av utenlandsk direkte investert kapital i Norge (jf tabell 5.1).

24. Utenlandsk direkte investert kapital omfatter her utenlandske investorers andel av total egenkapital i norske foretak med tillegg av utenlandske investorers og utenlandske konsernselskaps netto langsiktige lånefordringer på disse foretakene. Reinvestert fortjeneste omfatter resultat før skattekostnad, korrigert for skattekostnad og faktisk utbetalt utbytte i løpet av regnskapsåret (uavhengig av når utbyttet er avsatt). Tall for utenlandske investorers renteinntekter og renteutgifter på langsiktige lånefordringer og lånegjeld er ikke tilgjengelige for årene 1987 og 1988.



Kilde: Norges Bank.

Figur 5.1 Utenlandsk direkte investert kapital i Norge og norsk direkte investert kapital i utlandet. Mrd. kroner

Kilde: Norges Bank.

Tabell 5.1: Utenlandsk direkte investert kapital* i Norge og norsk direkte investert kapital i utlandet ved utgangen av 1993. Geografisk fordeling. Mrd. kroner

Land	1993	
	Til Norge	Fra Norge
USA	24,1	13,8
Sverige	17,8	14,6
Frankrike	8,1	4,3
Nederland	6,6	8,5
Sveits	11,1	0,2
Storbritannia	5,3	11,1
Tyskland	3,8	7,8
Danmark	4,2	14,9
Finland	2,4	2,7
Japan	4,9	0,1
Øvrige land	13,7	17,6
Total	102	95,6

*. Tallene for utenlandsk kapital direkte investert kapital i Norge inneholder 9,8 mrd. kroner i kortsiktige fordringer. Disse fordringene er utelatt i figur 5.1 for å få ensartede tall over tid og mellom utgående og inngående kapital.

Kilde: Norges Bank.

Beholdningen av norsk direkte investert kapital i utlandet var ved utgangen av 1993 på 96 milliarder kroner, en økning på 14 milliarder kroner sett i forhold til året før. Over 60 pst. var skutt inn i form av aksjekapital i de utenlandske selskapene, mens den resterende del var andre former for egenkapital samt norske investorers langsiktige lånefordringer på de utenlandske selskapene. Norske direkte investeringer i utlandet har i de senere år økt betydelig raskere enn utenlandske direkte investeringer i Norge. Mens de norske investeringene ute i 1988 utgjorde om lag halvparten av de utenlandske investeringene i Norge, var de i 1993 for første gang blitt større.

Tabell 5.2: Utenlandsk direkte investert kapital* i Norge og norsk direkte investert kapital i utlandet ved utgangen av 1993, fordelt etter næring. Mrd. kroner

Næring	1993	
	Utenlandsk direkte investert kapital i Norge	Norsk direkte investert kapital i utlandet
Oljeutvinning og bergverksdrift ¹⁾	34,8	17,0
Bank- og finansieringsvirksomhet, forsikringsvirksomhet, eiendomsdrift og forretningsmessig tjenesteyting	23,0	9,1
Varehandel, hotell- og restaurantvirksomhet	23,8	4,1
Industri	12,5	55,8
Bygge- og anleggsvirksomhet	2,9	0,7
Transport, lagring, post og telekommunikasjon	2,9	7,5
Andre næringer	2,1	1,4
Total	102,0	95,6

*. Se fotnote til tabell 5.1.

- 1) Omfatter også selskaper med utvinningstillatelse på norsk sokkel, men som hverken er operatør eller har virksomhet på linje med det operatører har.

Kilde: Norges Bank.

Noe over 50 pst. av norsk investert kapital i utlandet var ved utgangen av 1993 plassert i EU-land. Utenfor EU-området, sto Sverige og USA som mottagere av henholdsvis 15 pst. og 14 pst. Beholdningen av norsk direkte investert kapital utenfor USA og Europa er dermed liten (jf. tabell 5.1). Den geografiske fordelingen av de norske investeringene i utlandet har endret seg lite i de senere år til tross for den sterke økningen i de samlede investeringene. Norske industribedrifter sto for nær 60 pst. av all norsk investert kapital i utlandet. Selskap innen oljeutvinning og bergverksdrift sto for i underkant av 18 pst. (jf. tabell 5.2).

Det er betydelig symmetri i den geografiske fordelingen av henholdsvis norske utenlandsinvesteringer og opphavsland for utenlandske investeringer i Norge. En slik symmetri finner en derimot ikke for de næringsmessige sammensetningene. Mens de utenlandske selskapene i Norge er konsentrert til petroleumssektoren og service-næringer er de norske investeringene i utlandet for en stor del knyttet til industri.

Norske netto direkte investeringer²⁵ i utlandet beløp seg til 6,6 mrd. kroner i 1993, og til 11,8 mrd. kroner i 1994. Utenlandske netto direkte investeringer i Norge

beløp seg til 10,4 mrd. kroner i 1993, og til 4,6 mrd. kroner i 1994. Disse tallene påvirkes kraftig av enkelte større oppkjøp. Det er imidlertid klart at norske direkte investeringer i utlandet i det siste tiåret har vært betydelig høyere enn utenlandske direkte investeringer i Norge.

5.2 EIERSKAPETS BETYDNING

Eierrollen inneholder flere elementer, hvorav de viktigste er; tilførsel av kapital, ledelse og strategiutvikling, knytting av nettverk og å gi tilknytning til andre verdikjeder og markedsføringsapparat. Enkelte eiere kan tilføre flere av disse elementene til bedriftene, mens andre for eksempel bare kan tilføre kapital.

Ekspanderende bedrifter har behov for tilførsel av ekstern kapital, delvis i form av egenkapital. Det samme kan gjelde bedrifter som har behov for å styrke sin finansielle stilling, for å fortsette virksomheten. I det første tilfellet kan bedrifter med solide eiere ha lettere tilgang til ekstern kapital ved at eierne selv medvirker og fordi eiernes finansielle stilling og rennome virker betryggende. I det andre tilfellet kan tilførsel fra eierne være den eneste løsningen, eller sterk medvirkning fra eierne kan være en forutsetning for å utløse ekstern kapitaltilførsel.

I større selskap utøver ikke eierne ledelsesfunksjoner selv, men opererer indirekte ved å oppnevne bedriftens ledelse. Eiere og ledelse samarbeider, ofte i samråd med de ansattes representanter, om utforming av strategi. Eierne stiller krav til ledelsen om avkastning på kort og lang sikt.

Teknologiutvikling er sentralt for å kunne utforme en produksjonsprosess eller et produktspekter som gir konkurransefortrinn. De færreste bedrifter er i stand til å drive avansert teknologiutvikling helt på egen hånd. I tillegg kan det være stordriftsfordeler i kompetanseutvikling. Kompetanse forringes ikke ved bruk som andre produksjonsmidler, og økt kompetanse gir bedre grunnlag for videre utvikling. Dette gjør at det for foretak som ikke selv er store nok til å ha betydelig bredde i sin kompetanse, vil være gunstig å ha eiere (for eksempel et morselskap) eller gjensidig forpliktende allianser som tilfører kompetanse og bidrar til teknologiutvikling.

Tilknytning til et etablert markedsføringsapparat vil ofte være langt rimeligere enn selv å etablere et apparat og vil også kunne åpne muligheter som ellers ikke er tilgjengelige. I global målestokk er de fleste norske bedrifter relativt små. De vil derfor i mange tilfeller kunne høste fordeler av å delta i et større konsern.

Enkle indikatorer for å kategorisere ulike former for investeringer, og derigjennom ulike typer eiere, kan være investors tidshorisont og grad av engasjement i den oppkjøpte virksomheten. Kortsiktige plasseringer vil generelt være mindre styrings- og kontrollorienterte enn langsiktige. En slik gruppering, som også brukes av Porter (1987, 1992)²⁶ er vist i tabell 5.3.

Tabell 5.3: Gruppering av investorer

	Passive	Aktive
<i>Kortsiktige</i>	portefølje-forvaltere	restrukturerere
<i>Langsiktige</i>	portefølje-forvaltere og off. investorer	industriutviklere (kunnskapsoverføring, felles aktiviteter)

25. Disse tallene gjelder investeringene som fant sted i løpet av året. Tallene som er referert over gjelder beholdningstall.

26. Porter, M. (1987): «From competitive advantage to corporate strategy». Harvard Business Review May-June 1987 s. 43-59. Porter, M. (1992): «Capital Disadvantage in Americas Failing Capital Investment System». Harvard Business Review Sept.-Oct. 1992 s. 65-82.

De ulike eierrollene er ikke gjensidig utelukkende, men selv om de har felles elementer, vil ofte forskjellige drivkrefter ligge bak. De to langsiktige eiertyperne er avhengige av relativt tette relasjoner mellom oppkjøpende og oppkjøpt forretningsenhet, mens de to kortsiktige ikke behøver slike sammenhenger.

Med porteføljeforvaltere menes investorer som har som formål å oppnå fortjeneste uten å ønske styring med aktivitetene i investeringsobjektet. Dette kan være konsern som kjøper forretningsenheter fra andre konsern, men lar dem drive videre med den opprinnelige ledelsen og strukturen intakt. Investeringskriteriet for disse investorene er gjerne utviklingen i kortsiktige resultater og ikke nødvendigvis mulighetene til å øke verdiskapingen for å oppnå langsiktig avkastning.

Andre passive investorer er gjerne institusjonelle eller offentlige investorer. Institusjonelle investorer som livsforsikringsselskaper eller pensjonskasser har gjerne små eierandeler i de enkelte selskap, slik at de ikke har interesse av å delta aktivt i selskapenes utvikling. De kan ha både kortsiktig og langsiktig perspektiv på investeringene. Offentlige investorer (direkte eierskap eller eierskap gjennom andre offentlige selskap eller institusjoner) er gjerne passive, og har ofte et langsiktig perspektiv på investeringene.

Investorer som driver restrukturering opptrer som regel i løpet av et så kort tidsrom som mulig. Disse finner selskap med urealiserte potensialer, endrer så selskapenes ledelse, strategi og teknologi, og selger deretter når restruktureringen har gitt grunnlag for en høyere pris på selskapet.

Kortsiktige aktive investorer kan også være såkalte «raidere», det vil si investorer som ser en merverdi i et selskap uten at denne er reflektert i regnskapet, og dermed kjent blant de øvrige aktørene i markedet. Raidere kjøper ofte selskap for å utskille de enkelte forretningsenhetene for salg. Dette kan virke positivt, ved at sementering av dårlige strukturer unngås. Det kan også bidra til å presse eksisterende eiere og administrasjon til å levere gode resultater.

Aktive langsiktige investorer (industriutviklere) søker gjerne gevinster fra realisering av ulike typer synergi. Enten kan morselskapet tilføre et oppkjøpt datterselskap konkurransefordeler som forsvarer kjøpsprisen, eller motsatt. Synergien kan hentes ut gjennom overføring av kunnskap mellom de ulike leddene i forretningsenhetenes verdikjeder, eller ved at enkelte ledd i verdikjedene gjøres felles for forretningsenhetene (for eksempel felles forskning og utvikling eller markedsapparat). En annen form for synergi kan inntreffe når den nye selskapskonstellasjonen oppnår en form for markedsrett.

Svært generalisert kan det sies at investorer som har små eierandeler i selskap ofte opptrer passivt, mens investorer med store eierandeler gjerne har et mer aktivt forhold til selskapenes utvikling.

5.3 NASJONALT VS. UTENLANDSK EIERSKAP – MULIGE EFFEKTER

Utviklingen av næringslivet er avhengig av tilgang på kapital, teknologi, markeds-kunnskap og kvalifisert personell. I Norge har utenlandske investeringer vært av avgjørende betydning for landets industrialisering. Utenlandske investeringer kan imidlertid også ha uønskede virkninger. Dette avsnittet diskuterer enkelte mulige effekter av ulike typer eierskap på faktorer av betydning for næringsutviklingen.

I land hvor finansielle markeder er lite utviklet eller små, vil utenlandsk kapital kunne gi et viktig bidrag til realiseringen av potensielt lønnsomme prosjekter. Utenlandske investeringer vil også kunne bidra til å fordele risiko.

Overføringer av teknologi fra utenlandske morselskap kan bidra til at selskap i vertslandet holdes oppdatert når det gjelder produksjonsmetoder, ny teknologi, og

resultater fra industriell forskning. Vekst og teknologiutvikling i multinasjonale selskap skjer blant annet gjennom oppkjøp av mindre selskap. Gjennom oppkjøp av teknologisk vellykkede bedrifter vil multinasjonale selskap kunne kontrollere utvikling, bruk og spredning av kunnskap omkring produksjonsmetoder og teknologier.

Tilgang på kompetanse fra utenlandske morselskap kan medvirke til utvikling av kompetansemiljøer i vertslandet. Kompetanse innen markedsføring og markeds-kunnskap kan medvirke til at idèer utviklet i hjemlandet sikres gjennomslag og suksess internasjonalt.

For bedriftens utviklingsmuligheter er det viktig at blant annet kompetanseavhengige aktiviteter foretas i eller i nært samarbeid med bedriften. Det hender at en utenlandsk eier flytter viktige aktiviteter til datterselskaper i andre land eller til konsernledelsen. Årsaken er at konsernet samlet tjener på dette, enten fordi andre bedrifter er mer lønnsomme, fordi det er bedre tilgang på innsatsfaktorer eller fordi det er stordriftsfordeler. På den måten kan datterselskap og vertsland tappes for viktige aktiviteter.

De indirekte positive effekter av at kompetanseaktiviteter er lokalisert i Norge, bygger på at det er «spin-off»-effekter til øvrig næringsliv fra den industrielle kunnskap, kompetanse og markedstilknytning som følger fra aktiviteter og beslutninger som knytter seg til ledelsens eller eierens geografiske lokalisering.

Slike virkninger kan tilskrives at ledende personell og eiere lokalisert i Norge vil ha en større del av sitt kommunikasjonsnettverk mot andre norske bedrifter, og derfor lettere benytter seg av, kjøper fra og stiller krav til dem i ulike sammenhenger. Norske eier- og ledelsesmiljøer vil videre i sterkere grad bemannes med folk som har sin erfaring fra og dermed kunnskap om norske bedrifter, og de vil avgi folk og dermed opparbeidet kunnskap og kompetanse til norske bedrifter. Rekruttering til lederstillinger kan skje fra et bredere miljø som sitter med det endelige ansvar for bedriftens utvikling.

En skal imidlertid være forsiktig med å generalisere. Enkelte kunnskapsintensive bedrifter kan gi relativt små indirekte virkninger til andre norske bedrifter. Dette kan være bedrifter som opererer innenfor teknologisk eller markedsmessig små nisjer slik at den kunnskap og kompetanse som kan føres videre har liten relevans for andre bedrifter, eller hvor bedriftskulturen (gjennom personalpolitikk, måten å håndtere informasjon, intern delegering etc.) hindrer kunnskap i å tilflyte leverandører, kunder, konkurrenter og kolleger. Det finnes eksempler på bedrifter hvor de positive indirekte virkningene først har fått noe gjennomslag etter at bedriften ble nedlagt og nøkkelpersonell dermed ble frigjort og kunne tilføre andre bedrifter kunnskap og kompetanse.

Utenlandske morselskap kan gi kobling mot nye marked, ved at det norske selskapet drar nytte av den posisjon i markedet som morselskapet har, og den markedsbearbeiding som allerede er foretatt.

Utenlandske nyetableringer vil føre til økt sysselsetting, forutsatt at etableringen ikke fører til nedleggelse av en tilsvarende eksisterende nasjonal virksomhet. Når det gjelder utenlandske oppkjøp er det ikke mulig å si om sysselsettingen over tid vil være høyere eller lavere enn i en situasjon med fortsatt norsk eierskap. Det hevdes imidlertid at utenlandske investorer i enkelte tilfeller kjøper norske selskap for gjennom nedlegging av disse å øke sin markedsrett, med redusert sysselsetting som resultat.

Utenlandske investeringer kan i enkelte tilfelle føre til økt konkurranse og dermed lavere priser i det nasjonale markedet. Norske eiere kan ha større tilbøyelighet til å ta nasjonale hensyn i beslutninger om etablering og nedleggelse, eller når det

gjelder lokalisering av nøkkelfunksjoner. Dette kan skyldes at de er mer påvirkelige for det nasjonale miljø eller fra politiske myndigheter.

Utenlandske oppkjøp innebærer at viktige beslutninger om datterselskapets lønnsomhet, vekst og risiko blir tatt ut fra hensynet til konsernet som helhet, og ikke ut fra hensynet til de enkelte datterbedriftene. Det kan legge begrensninger på datterselskapets handlefrihet.

Med nedbygging av økonomiske grenser og felles regler for økonomisk virksomhet mellom landene reduseres myndighetenes muligheter for å påvirke bedriftsbeslutninger gjennom nasjonale tiltak, og de multinasjonale selskapenes innflytelse kan dermed øke. Dette øker betydningen av flernasjonal samordning av tiltak som påvirker næringslivet. Det kan som eksempel nevnes EU og EFTA-landenes samordning av konkurranse- og statsstøttepolitikken innen EØS-samarbeidet.

5.4 EMPIRISKE ANALYSER AV AV UTENLANDSK VS. NASJONALT EIERSKAP

I dette avsnittet refereres hovedkonklusjonene fra enkelte empiriske analyser av utenlandsk og nasjonalt eierskap.

Et gjennomgående trekk i to undersøkelser fra OECD er at lønnsnivå og verdiskaping ligger høyere i industribedrifter med utenlandske eierandeler enn i andre bedrifter (OECD (1992))²⁷.

OECD (1992 s.205) oppsummerer blant annet med at

«...utenlandske selskap tenderer til å ha en høyere andel av produksjon og verdiskaping enn deres andel av sysselsettingen, høyere gjennomsnittlig arbeidsproduktivitet og høyere gjennomsnittslønn. Dette skyldes teknologiske og organisatoriske fortrinn hos utenlandske selskap, de langt utviklede bransjer de ofte opererer innenfor, og at de gjennomsnittlig er større enn innenlandsk eide selskaper. De er også ofte mer kapitalintensive. Disse ulikheter mellom utenlandsk og innenlandsk eide gjelder generelt innen de fleste OECD-land, og innen de fleste bransjer.» (egen oversettelse).

OECD-undersøkelsene gir visse indikasjoner på at enkelte strategifunksjoner og de viktigste FoU-funksjoner ofte lokaliseres til morselskapets hjemland. Rapportene understreker imidlertid at datagrunnlaget for å trekke disse konklusjonene er dårlig, og at det finnes viktige unntak (blant annet innen farmasi og bioteknologi). De advarer derfor mot å generalisere på dette punktet. Blant annet har amerikanske multinasjonale industrikonsern over tid lagt en økende andel av sin samlede FoU-aktivitet til datterselskaper i utlandet. Her er det imidlertid bransjevise forskjeller. Særlig har økningen vært sterk innen produksjon av transportutstyr, elektrisk utstyr, næringsmidler og kjemiske produkter.

Dunning (1988)²⁸ presenterer i en undersøkelse et omfattende empirisk materiale for å identifisere de ulike drivkreftene bak multinasjonale selskapers strategier. Undersøkelsen er basert på studier av 205 amerikansk eide og 26 japansk eide selskap i Storbritannia, og viser blant annet at de begge hadde gjennomgående lavere arbeidsproduktivitet enn sine morselskaper i hjemlandene, men samtidig betydelig høyere produktivitet enn britiske selskaper i samme bransjer. Forskjellene varierte fra 10 pst. høyere arbeidsproduktivitet i produksjon av vitenskapelige, kirurgiske og fotografiske instrumenter til mer enn 70 pst. i produksjon av verktøy.

27. OECD (1992): «Industrial Policy in OECD Countries». Annual review 1992.

28. Dunning, J. H. (1988): «Explaining International Production». Harper Collins Academics. London.

Dunning konkluderer blant annet med at årsakene til høyere produktivitet i japansk- og amerikanskeide bedrifter hovedsaklig ligger i eierspesifikke fortrinn i disse selskapene. Eierne «eksporterer» konkurransefortrinn de har utviklet i sine hjemland til selskap de kjøper opp eller etablerer ute. Felles for både de amerikansk eide og de japansk eide selskapene er bruk av mer avanserte maskiner og produksjonsmetoder, mer effektiv bruk av materialer samt bedre utnyttelse av produksjonsarealer. Japansk eide selskap hadde dessuten mer effektiv organisering av arbeidet, strengere kvalitetskontroll, lavere lagerhold, færre svikt i forsyninger og bedre trent arbeidsstokk. Amerikansk eide selskap i Storbritannia hadde derimot bedre innovativ styrke, mer automatisert produksjon, bedre bedriftsledelse og mer aggressiv markedsføring enn britene i samme bransjer.

Både disse resultatene og de som foran er referert fra OECD, indikerer at bedrifter som investerer ute i utgangspunktet er spesielt produktive eller besitter f. eks. produksjonsteknologi som er mer effektiv enn konkurrentenes.

Kvinge (1994)²⁹ har kartlagt konsesjoner gitt av Nærings- og energidepartementet i forbindelse med utenlandske nyetableringer og oppkjøp i Norge for perioden 1980-91.

Datamaterialet omfatter 217 oppkjøpte industrivirksomheter. Av disse var i underkant av 30 pst. nedlagt i 1993. Vel 40 pst. av disse nedleggelsene kan føres tilbake til strukturrasjonaliseringer. Med det menes at produksjon nedlegges i et anlegg samtidig som den opprettholdes i et annet anlegg i Norge eller i utlandet. Materialet omfatter dessuten 82 nyetableringer. Av disse eksisterte ca. 30 pst. ikke lenger i 1993.

Kvinges undersøkelse gir ikke grunnlag for å fastslå om oppkjøpte industribedrifter nedlegges oftere eller sjeldnere med utenlandsk enn med norsk eierskap. For nyetablerte industribedrifter kan det synes som om overlevelsesfrekvensen var noe høyere med utenlandsk enn med norsk eierskap.

Den gjennomsnittlige eierandelen ved oppkjøp av industrivirksomhet var i underkant av 80 pst. I en tredjedel av tilfellene ervervet kjøperen minst halvparten av aksjene. Over en tredjedel av alle oppkjøp er foretatt av selskap som har kjøpt mer enn ett norsk foretak. Svenske, finske og danske selskap sto bak 60 pst. av de utenlandske oppkjøpene av industriforetak i den aktuelle perioden.

Simpson (1994)³⁰ har undersøkt norske industridata for å se i hvilken grad utenlandske eiere realiserer avkastning på immaterielle eiendeler. Hun konkluderer med at utenlandsk eide selskap er mer produktive enn innenlandsk eide, men kan ikke identifisere sammenhengen mellom størrelse, utenlandsk eierskap og produktivitet. Hun finner at de selskap som blir kjøpt av utenlandske investorer, tenderer til å ha gjennomsnittlig produktivitet og til å være av noe over gjennomsnittlig størrelse, men finner det ikke påvist at oppkjøp leder til produktivitetsforbedringer.

5.5 UTVALGETS VURDERINGER

Samspillet mellom bedrifter, og mellom bedriftene og det øvrige samfunn, er avgjørende for næringslivets lønnsomhet og vekst. Av særlig betydning er de eksterne virkningene av bedriftenes stabsfunksjoner og andre funksjoner knyttet til konsernledelsen, som for eksempel sentral forsknings- og utviklingsvirksomhet. En sterk forskningsavdeling i en bedrift gir positive impulser til det øvrige forskningsmiljø. En god bedriftsledelse danner skole og bidrar til bedre ledelsesformer også i andre

29. Kvinge, T. (1994): «Utenlandske oppkjøp og etableringer i norsk industri. Motiver, omfang og utvikling». FAFO-rapport 162.

30. Simpson, M. J. (1994): «Foreign Control and Norwegian Manufacturing Performance». Discussion paper no. 111. Statistisk sentralbyrå.

bedrifter. Fremgangsrike bedrifter utvikler kompetansemiljø som derved vil være av betydning også for andre foretak. Man får et bredere felt å rekruttere ledere fra, og det vil være flere norske foretak som har styrke nok til å fange opp og utvikle nye ideer for produksjon her hjemme. Det er en forutsetning for et sterkt, norsk næringsliv at det finnes et tilstrekkelig omfang av slike basisfunksjoner i Norge.

Eiernes behov for strategisk kontroll gjør at bedriftens ledelse, forskningsaktiviteter og andre sentrale funksjoner gjerne blir lokalisert dit eierne befinner seg. Derfor er det ofte en sammenheng mellom eiernes nasjonalitet og i hvilket land bedriftens hovedkontor og forskningsavdeling legges. Denne sammenhengen er ikke absolutt. Det finnes mange eksempler på at norske eiere har flyttet de viktigste deler av sin bedrift utenlands. Med utviklingen av moderne kommunikasjoner vil slik utflytting bli mer vanlig, og sammenhengen mellom eiernes nasjonalitet og bedriftens lokalisering svakere. Dessuten er det ikke alltid slik at eierne ønsker å ha sentrale funksjoner i nærheten. Andre forhold spiller også inn på lokaliseringsvalget. Et utenlandsk datterselskap eller underavdeling kan bli tillagt viktige basisfunksjoner, så som forsknings- og utviklingsoppgaver, dersom forholdene ligger til rette for det. Det finnes flere eksempler i norsk næringsliv på at bedrifter som er blitt overtatt av utenlandske eiere, har fått beholde, og i enkelte tilfeller også er blitt tilført, slike sentrale funksjoner.

Selv om eiernes nasjonalitet er av betydning, er det i mange tilfeller viktigere for bedriften at den har kompetente eiere enn at de er norske. Det er flere eksempler på at utenlandske eiere ikke bare har bidratt til å utvikle norsk næringsliv, men ofte har vært helt avgjørende for nyskaping og industriell satsing. I mange tilfeller vil norske interesser mangle forutsetninger for å satse selv. I et lite land vil det som hovedregel være mest gagnlig å konsentrere virksomheten til enkelte områder. Både naturgitte forhold og næringspolitikken har gjort det særlig lønnsomt for norske bedrifter å satse i blant annet petroleumssektoren og kraftkrevende industri. Derfor mangler det ofte kompetanse på andre felter. Dersom en ønsker en dreining av næringslivet mot nye virksomheter, kan det være en forutsetning at man klarer å tiltrekke seg utenlandske interesser.

At bedrifter flytter helt eller delvis ut, er heller ikke nødvendigvis negativt. For mange norske selskaper er det en forutsetning for fortsatt lønnsomhet og vekst at de utvikler den internasjonale delen av sin virksomhet. Ofte må dette skje ved at bedriften beveger seg nærmere utenlandsmarkedene. Et større innslag av utenlandske eierinteresser kan være en annen løsning som sikrer markedsadgang og tilgang til nødvendige ressurser og kompetanse. For slike bedrifter vil lønnsomheten stige når de går inn som en del av et utenlandsk selskap. Utenlandske eiere verdsetter derfor bedriften høyere enn det deres norske eiere gjør. Bare gjennom å selge ut, kan norske interessenter få del i denne gevinsten.

Norske eiere bosatt i Norge vil antakeligvis strekke seg langt for at bedriften skal forbli her hjemme. Men noen sikkerhet for at et norskeid foretak vil legge sin videre utvikling til Norge, har man ikke. Særlig etter at også Finland og Sverige er blitt medlem av EU vil det være mer å vinne enn tidligere ved å foreta en tyngdeforskyvning av den videre utvikling mot EU.

Det er både legitimt og naturlig at eierne først og fremst har bedriftens lønnsomhet for øyet. Samfunnsøkonomiske ringvirkninger av at bedriften flyttes ut vil tre i bakgrunnen. Sett fra samfunnets side vil derfor barrierene mot utflytting av sentrale funksjoner kunne være for lave.

I sum antar utvalget at det fra et økonomisk synspunkt er av betydning at vi har en del større foretak med internasjonal virksomhet som likevel har sin faste forankring til Norge. Det er heller ingen grunn til ikke å legge vekt på at det styrker følel-

sen av nasjonal identitet å oppleve at norske varer og norske foretak hevder seg ute i verden på linje med internasjonale.

Skulle en komme til at det er behov for å offentlige tiltak for å beholde sentrale bedriftsfunksjoner i Norge, er det allikevel ikke lett å se hvordan slike tiltak skulle utformes. Generelle tiltak som gjør det vanskeligere for utlendinger å overta norske selskap, forhindrer ikke bare de negative, men også de positive, utenlandske oppkjøp. Selektive tiltak er heller ikke lette å utforme fordi det i konkrete saker er vanskelig på forhånd å si hvorvidt et utenlandsk oppkjøp vil være uheldig eller ikke.

Selv om man ønsker å sikre nasjonalt eierskap, må en samtidig erkjenne at vi gjennom EØS har gått inn i et samarbeid med andre land der det er et kjernepunkt at myndighetene ikke skal beskytte eller favorisere norske foretak i forhold til foretak i de land vi samarbeider med, verken ved kjøp av varer og tjenester, kapitaloverføringer eller etableringer. Dette utelukker offentlig støtte til finansieringsformer som tar sikte på å opprettholde nasjonalt eierskap.

Det er tenkelig at en betydelig statlig eierandel i et foretak, for eksempel gjennom Folketrygdfondet, kan gjøre det mindre fristende for utlendinger å gå til fiendtlig oppkjøp av en norsk bedrift. Overgang til utenlandsk eierskap skjer imidlertid som regel i forståelse med de norske eiere, og da er det tvilsomt om staten, som direkte eller indirekte eier, vil ha interesse av eller muligheter for å forhindre en slik overgang.

Gjennom de senere år har norske direkte investeringer i utlandet vært av større omfang enn utlandets direkte investeringer i Norge. Mange av de norske investeringene har hatt form av oppkjøp av utenlandske bedrifter. Også mot denne bakgrunn ville det være påfallende om det fra norsk side skulle bli truffet særskilte tiltak mot oppkjøp som går den motsatte vei.

Vedlegg 1

Tabellvedlegg

Tabell 1: Nettosparing i Norge og OECD-land. Prosent av disponibel inntekt for landet

	Gjennomsnitt for:					
	1965-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-93
Norge:						
I alt	16,2	16,3	11,9	18,1	10,5	8,9
Offentlig forvaltning	8,8	10,2	7,3	10,3	7,1	1,0
Privat sektor ¹⁾	7,4	6,1	4,6	7,8	3,3	8,0
Herav: Husholdninger	...	...	3,7	1,9	-1,6	3,0
Finansinstitusjoner	...	...	1,7	2,3	2,4	2,8
Andre foretak	...	...	-0,8	3,6	2,5	2,2
Øvrige nordiske land ²⁾ :						
I alt	16,0	16,0	9,4	6,2	8,3	2,3
Offentlig forvaltning	9,6	8,9	5,7	-0,4	4,9	-3,2
Privat sektor ¹⁾	6,4	7,1	3,7	6,7	3,3	5,4
Herav: Husholdninger	2,8	2,8	3,2	1,8	-1,3	3,7
Finansinstitusjoner	2,0	2,6	2,9	3,1	3,0	1,1
Andre foretak	1,6	1,7	-2,4	1,8	1,6	0,6
Viktige europeiske land for øvrig ³⁾ :						
I alt	17,3	15,0	12,3	9,0	10,3	8,2
Offentlig forvaltning	4,3	1,8	-0,4	-2,2	-1,1	-3,0
Privat sektor ¹⁾	13,1	13,2	12,6	11,2	11,4	11,2
Herav: Husholdninger	9,7	11,4	11,3	10,6	8,3	9,7
Finansinstitusjoner	0,7	1,1	1,5	1,5	1,5	1,2
Andre foretak	2,7	0,7	-0,2	-0,9	1,6	0,3
Danmark:						
I alt	17,0	16,4	10,2	5,2	9,1	9,4
Offentlig forvaltning	..	7,8	2,6	-3,9	2,6	-2,3
Privat sektor ¹⁾	9,0	6,2	11,7
Herav: Husholdninger	..	..	..	-0,6	-3,1	2,6
Finansinstitusjoner	..	2,1	2,5	1,8	1,3	-0,8
Andre ikke-personlige foretak	..	..	..	7,8	8,1	9,9
Finland:						

Tabell 1: Nettosparing i Norge og OECD-land. Prosent av disponibel inntekt for landet

	Gjennomsnitt for:					
	1965-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-93
Norge:						
I alt	15,2	17,2	11,3	10,6	10,2	-4,6
Offentlig forvaltning	7,7	9,5	9,1	6,7	8,1	-3,9
Privat sektor ¹⁾	7,5	7,7	2,2	3,9	2,1	-0,7
Herav: Husholdninger	1,9	3,0	3,8	4,0	0,6	4,9
Finansinstitusjoner	2,4	2,9	0,7	0,5	0,5	0,3
Andre ikke-personlige foretak	3,2	1,7	-2,4	-0,6	1,0	-5,8
Frankrike:						
I alt	17,9	18,4	14,3	8,0	9,5	7,7
Offentlig forvaltning	4,8	3,2	1,7	-1,0	0,0	-2,7
Privat sektor ¹⁾	13,1	15,2	12,6	9,0	9,5	10,4
Herav: Husholdninger	9,8	12,1	11,4	9,3	5,3	7,3
Finansinstitusjoner	0,5	0,9	1,1	1,1	1,6	0,7
Andre ikke-personlige foretak	2,8	2,2	0,1	-1,4	2,6	2,5
Italia⁴⁾ :						
I alt	17,4	14,2	14,1	11,3	10,0	7,0
Offentlig forvaltning	0,2	-4,6	-5,6	-8,3	-7,4	-8,0
Privat sektor ¹⁾	17,2	18,8	19,7	19,5	17,4	14,9
Herav: Husholdninger	15,6	18,5	19,5	19,0	14,9	14,8
Finansinstitusjoner	0,9	1,2	2,2	1,9	1,7	1,7
Andre ikke-personlige foretak	0,7	-0,9	-2,1	-1,4	0,8	-1,6
Japan:						
I alt	26,6	27,0	22,3	20,1	22,2	21,6
Offentlig forvaltning	6,5	6,7	2,4	3,6	7,6	8,9
Privat sektor ¹⁾	20,0	20,3	19,8	16,5	14,6	12,6
Herav: Husholdninger	12,1	16,3	17,1	13,6	11,6	11,9
Finansinstitusjoner	1,2	1,4	0,6	0,1	-1,2	-1,3
Andre ikke-personlige foretak	6,7	2,6	2,1	2,9	4,1	2,0
Nederland ⁴⁾ :						
I alt	19,6	19,4	13,7	13,2	15,4	14,2
Offentlig forvaltning	4,1	4,1	1,1	-1,4	-1,8	-1,1
Privat sektor ¹⁾	15,5	15,3	12,6	14,7	17,2	15,3
Herav: Husholdninger	10,0	11,2	9,6	10,6	11,0	10,0
Finansinstitusjoner	0,4	0,6	1,1	1,7	1,3	1,1
Andre ikke-personlige foretak	5,1	3,4	1,8	2,4	4,9	4,1
Storbritannia ⁴⁾ :						
I alt	12,6	8,2	7,1	5,7	4,7	2,6
Offentlig forvaltning	6,7	2,3	-1,4	-1,8	0,9	-3,9

Tabell 1: Nettosparing i Norge og OECD-land. Prosent av disponibel inntekt for landet

	Gjennomsnitt for:					
	1965-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-93
Privat sektor ¹⁾	6,3	5,9	8,5	7,4	4,0	6,7
Herav: Husholdninger	3,7	4,1	5,2	5,1	1,9	6,2
Finansinstitusjoner	0,4	0,7	1,3	0,7	1,1	0,7
Andre ikke-personlige foretak	2,2	1,0	2,0	1,7	1,1	-0,3
Sverige⁵⁾ :						
I alt	16,4	15,2	8,3	4,3	6,7	2,0
Offentlig forvaltning	10,7	8,5	3,8	-2,6	4,5	-3,2
Privat sektor ¹⁾	5,7	6,7	4,6	6,9	2,3	5,3
Herav: Husholdninger	3,3	2,6	2,8	1,9	-1,3	3,6
Finansinstitusjoner	1,7	2,5	4,2	5,4	5,3	2,7
Andre ikke-personlige foretak	0,7	1,6	-2,4	-0,3	-1,8	-1,0
Tyskland⁴⁾ :						
I alt	19,2	16,5	12,4	9,6	13,7	11,9
Offentlig forvaltning	5,4	4,5	2,1	1,1	1,6	0,7
Privat sektor ¹⁾	13,8	12,0	10,3	8,6	12,2	11,2
Herav: Husholdninger	9,0	10,5	9,4	9,1	9,4	10,0
Finansinstitusjoner	0,9	1,4	1,6	2,0	1,6	1,7
Andre ikke-personlige foretak	4,0	0,1	-0,7	-2,5	1,2	-0,5
USA:						
I alt	11,1	9,5	8,5	5,6	4,0	3,0
Offentlig forvaltning	0,5	-1,3	-1,3	-4,1	-3,6	-5,0
Privat sektor ¹⁾	10,6	10,8	9,8	9,8	7,6	7,9
Herav: Husholdninger	6,8	8,1	7,1	8,1	5,4	5,7
Finansinstitusjoner	0,4	0,6	0,6	-0,1	-0,1	0,2
Andre ikke-personlige foretak	3,4	2,1	2,1	1,8	2,2	2,0

1) Inkl. offentlig forretningsdrift. I tallene for Norge er kommunal forretningsdrift med i offentlig forvaltning fram til 1975.

2) Utenom Island. Danmark er med fra 1981. Sverige er med til 1992.

3) Nederland, Italia, Frankrike, Storbritannia og det tidligere Vest-Tyskland. Storbritannia er med fra 1968 og Italia og Nederland fra 1970. Tidligere Vest-Tyskland er med til 1992.

4) Jf. fotnote 3 ovenfor.

5) Jf. fotnote 2 ovenfor.

Kilde: OECD National Accounts og Statistisk sentralbyrå.

Tabell 2: *Nettorealinvesteringer i Norge og OECD-land. Prosent av disponibel inntekt for landet*

	Gjennomsnitt for:					
	1965-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-93
Norge:						
I alt	17,6	20,9	19,6	13,4	13,3	5,0
Offentlig forvaltning	4,3	4,8	4,7	2,8	3,2	2,9
Privat sektor ¹⁾	13,4	16,2	15,0	10,6	10,1	2,1
Herav: Husholdninger	...	...	5,6	3,0	2,8	-0,4
Finansinstitusjoner	...	...	0,3	0,5	0,6	0,2
Andre foretak	...	...	9,1	7,1	6,7	2,3
Øvrige nordiske land ²⁾ :						
I alt	17,0	16,7	11,6	8,8	10,6	4,1
Offentlig forvaltning	5,2	4,1	3,4	2,3	1,7	1,7
Privat sektor ¹⁾	11,7	12,7	8,2	6,6	9,0	2,4
Herav: Husholdninger	3,0	3,9	3,8	2,3	2,2	0,3
Finansinstitusjoner	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	-0,1
Andre foretak	8,4	8,5	4,2	4,1	6,6	2,2
Viktige europeiske land for øvrig ³⁾ :						
I alt	16,7	15,0	12,4	8,8	9,7	8,3
Offentlig forvaltning	3,8	3,4	2,7	2,2	2,0	2,0
Privat sektor ¹⁾	12,9	11,6	9,8	6,9	8,1	6,7
Herav: Husholdninger	3,0	3,3	3,2	3,0	2,7	1,9
Finansinstitusjoner	0,5	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3
Andre foretak	9,4	7,8	6,2	3,6	5,0	4,5
Danmark:						
I alt	19,7	18,3	14,6	9,3	11,5	6,9
Offentlig forvaltning	..	3,9	3,3	2,0	1,4	1,2
Privat sektor ¹⁾	7,3	10,1	5,7
Herav: Husholdninger	..	..	..	1,6	2,7	1,4
Finansinstitusjoner	..	0,5	0,3	0,4	0,3	0,0
Andre ikke-personlige foretak	..	..	..	5,3	7,1	4,3
Finland:						
I alt	16,9	20,6	13,2	12,7	13,4	0,3
Offentlig forvaltning	4,2	3,6	3,3	3,0	2,7	2,4
Privat sektor ¹⁾	12,7	17,0	9,9	9,7	10,7	-2,1
Herav: Husholdninger	5,1	6,7	6,2	5,4	4,6	0,8
Finansinstitusjoner	0,4	0,4	0,3	0,2	0,0	-0,3
Andre ikke-personlige foretak	7,2	9,9	3,4	4,1	6,1	-2,7

Tabell 2: *Nettorealinvesteringer i Norge og OECD-land. Prosent av disponibel inntekt for landet*

	Gjennomsnitt for:					
	1965-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-93
Frankrike:						
I alt	17,9	18,0	14,1	8,8	9,9	7,5
Offentlig forvaltning	3,7	2,7	2,0	1,7	1,7	1,9
Privat sektor ¹⁾	14,2	15,3	12,1	7,2	8,2	5,6
Herav: Husholdninger	6,8	8,2	7,0	5,0	4,1	3,6
Finansinstitusjoner	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2
Andre ikke-personlige foretak	7,0	6,7	4,9	1,9	3,8	1,8
Italia⁴⁾ :						
I alt	16,1	14,9	13,7	12,4	10,7	8,1
Offentlig forvaltning	3,1	3,1	3,3	4,0	3,6	3,0
Privat sektor ¹⁾	13,0	11,8	10,5	9,7	8,4	6,4
Herav: Husholdninger	5,3	4,5	5,4	6,4	4,1	2,5
Finansinstitusjoner	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1
Andre ikke-personlige foretak	7,4	7,0	4,9	3,1	4,2	3,7
Japan:						
I alt	25,9	25,9	22,0	18,0	18,5	18,4
Offentlig forvaltning	4,6	5,6	6,1	5,5	5,0	6,2
Privat sektor ¹⁾	21,3	20,3	15,9	12,5	13,5	12,2
Herav: Husholdninger	6,9	7,9	6,9	4,0	4,0	3,1
Finansinstitusjoner	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3
Andre ikke-personlige foretak	14,2	12,1	8,9	8,4	9,2	8,8
Nederland ⁴⁾ :						
I alt	21,2	16,7	13,7	9,4	11,9	10,3
Offentlig forvaltning	4,4	3,8	2,9	2,5	2,1	2,2
Privat sektor ¹⁾	16,8	13,0	10,7	6,9	9,8	8,1
Herav: Husholdninger ⁶⁾	0,0	0,0	0,0	0,5	3,9	3,5
Finansinstitusjoner	0,2	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1
Andre ikke-personlige foretak ⁶⁾	16,6	12,8	10,7	6,4	5,8	4,5
Storbritannia ⁴⁾ :						
I alt	12,4	11,1	8,8	5,0	9,0	5,5
Offentlig forvaltning	4,2	3,9	2,1	0,8	0,8	1,0
Privat sektor ¹⁾	8,0	7,2	6,7	4,2	8,2	4,5
Herav: Husholdninger	1,3	1,8	1,7	1,9	3,0	1,4
Finansinstitusjoner	1,3	1,5	1,2	0,9	0,9	0,6
Andre ikke-personlige foretak	5,4	3,8	3,8	1,4	4,3	2,5
Sverige⁵⁾ :						

Tabell 2: *Nettorealinvesteringer i Norge og OECD-land. Prosent av disponibel inntekt for landet*

	Gjennomsnitt for:					
	1965-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-93
I alt	17,1	14,5	10,7	6,3	8,6	4,7
Offentlig forvaltning	5,8	4,4	3,4	2,0	1,3	1,5
Privat sektor ¹⁾	11,1	10,1	7,3	4,3	7,3	3,2
Herav: Husholdninger	1,8	2,2	2,4	0,9	0,4	-0,6
Finansinstitusjoner	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1
Andre ikke-personlige foretak	9,1	7,7	4,7	3,3	6,7	3,7
Tyskland⁴⁾ :						
I alt	18,2	15,0	12,2	8,5	8,9	10,6
Offentlig forvaltning	4,0	3,8	3,0	2,1	1,8	1,9
Privat sektor ¹⁾	14,2	11,2	9,2	6,4	7,0	8,7
Herav: Husholdninger ⁶⁾	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansinstitusjoner	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,4
Andre ikke-personlige foretak ⁶⁾	13,9	10,9	9,0	6,1	6,8	8,4
USA:						
I alt	10,6	9,2	9,1	7,0	6,6	3,9
Offentlig forvaltning	1,6	0,8	0,4	0,4	0,5	0,7
Privat sektor ¹⁾	9,0	8,4	8,7	6,7	6,1	3,2
Herav: Husholdninger	3,8	4,1	4,3	2,8	3,1	1,5
Finansinstitusjoner	0,2	0,2	0,3	0,6	0,7	0,3
Andre ikke-personlige foretak	5,1	4,1	4,1	3,3	2,3	1,4

1) Inkl. offentlig forretningsdrift. I tallene for Norge er kommunal forretningsdrift med i offentlig forvaltning fram til 1975.

2) Utenom Island. Danmark er med fra 1981. Sverige er med til 1992.

3) Nederland, Italia, Frankrike, Storbritannia og det tidligere Vest-Tyskland. Storbritannia er med fra 1968 og Italia og Nederland fra 1970. Tidligere Vest-Tyskland er med til 1992. Avvikene mellom totaltallene og summen av sektortallene skyldes feil i fordelingen av sektorenes sparing på real- og finansinvesteringer for Italia.

4) Jf. fotnote 3 ovenfor.

5) Jf. fotnote 2 ovenfor.

6) Jf. fotnote 3 i "*Internasjonale sammenlikninger*" i avsnitt 2.3.

Kilde: OECD National Accounts og Statistisk sentralbyrå.

Tabell 3: Nettofinansinvesteringer i Norge og OECD-land. Prosent av disponibel inntekt for landet

	Gjennomsnitt for:					
	1965-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-93
Norge:						
I alt	-1,4	-4,7	-7,8	4,7	-2,9	3,9
Offentlig forvaltning	4,6	5,4	2,6	7,5	3,9	-1,9
Privat sektor ¹⁾	-5,9	-10,1	-10,4	-2,8	-6,7	5,9
Herav: Husholdninger	...	...	-1,9	-1,2	-4,3	3,4
Finansinstitusjoner	...	...	1,4	1,8	1,8	2,6
Andre foretak	...	...	-9,9	-3,4	-4,2	-0,1
Øvrige nordiske land ²⁾ :						
I alt	-0,9	-1,0	-1,9	-2,5	-2,5	-1,8
Offentlig forvaltning	4,0	4,6	1,7	-3,6	3,4	-5,2
Privat sektor ¹⁾	-4,9	-5,4	-4,0	0,9	-5,8	3,3
Herav: Husholdninger	-0,1	-1,3	-1,0	-0,7	-3,6	3,2
Finansinstitusjoner	1,7	2,3	2,6	2,8	2,5	1,4
Andre foretak	-6,5	-6,4	-5,6	-1,2	-4,7	-1,3
Viktige europeiske land for øvrig ³⁾ :						
I alt	0,5	0,2	0,1	0,2	0,4	-0,5
Offentlig forvaltning	-0,8	-2,9	-4,4	-5,6	-4,3	-6,0
Privat sektor ¹⁾	1,4	2,8	4,1	5,5	4,5	5,2
Herav: Husholdninger	6,5	8,1	8,1	7,6	5,5	7,7
Finansinstitusjoner	0,0	0,5	1,0	1,0	1,0	0,7
Andre foretak	-5,1	-5,8	-5,0	-3,1	-2,0	-3,2
Danmark:						
I alt	-3,0	-2,2	-4,6	-4,3	-2,4	2,5
Offentlig forvaltning	..	3,2	-1,4	-6,8	1,0	-3,7
Privat sektor ¹⁾	2,5	-3,7	6,2
Herav: Husholdninger	..	..	..	-2,5	-6,2	0,8
Finansinstitusjoner	..	1,6	2,2	1,4	0,9	-0,8
Andre ikke-personlige foretak	..	..	..	3,6	1,6	6,2
Finland:						
I alt	-1,4	-4,2	-1,2	-1,6	-3,9	-4,8
Offentlig forvaltning	3,0	5,4	5,3	3,3	4,9	-6,6
Privat sektor ¹⁾	-4,7	-8,8	-7,2	-5,4	-8,1	1,8
Herav: Husholdninger	-2,2	-2,6	-1,8	-0,8	-3,5	4,2
Finansinstitusjoner	2,0	2,5	0,3	0,2	0,5	0,5
Andre ikke-personlige foretak	-4,4	-8,7	-5,8	-4,8	-5,1	-2,9

Tabell 3: Nettofinansinvesteringer i Norge og OECD-land. Prosent av disponibel inntekt for landet

	Gjennomsnitt for:					
	1965-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-93
Frankrike:						
I alt	-0,1	0,3	0,1	-0,9	-0,5	0,2
Offentlig forvaltning	0,5	-0,1	-1,0	-3,1	-2,1	-4,6
Privat sektor ¹⁾	-0,6	0,4	1,1	2,2	1,6	4,9
Herav: Husholdninger	3,3	4,6	5,1	4,8	2,1	4,5
Finansinstitusjoner	0,2	0,6	0,9	0,8	1,0	-0,2
Andre ikke-personlige foretak	-4,1	-4,8	-4,9	-3,5	-1,5	0,5
Italia:⁴⁾						
I alt	1,2	-0,8	0,3	-1,1	-0,7	-1,1
Offentlig forvaltning	-3,8	-8,4	-10,0	-13,2	-12,4	-11,4
Privat sektor ¹⁾	5,0	7,6	10,2	10,8	10,5	8,9
Herav: Husholdninger	10,6	14,2	14,5	13,1	11,4	12,1
Finansinstitusjoner	0,3	1,0	2,0	1,9	1,5	1,6
Andre ikke-personlige foretak	-5,9	-7,5	-6,3	-4,1	-2,4	-4,8
Japan:						
I alt	1,0	0,8	0,4	2,1	3,2	3,3
Offentlig forvaltning	0,9	-0,2	-5,1	-3,2	1,5	1,2
Privat sektor ¹⁾	-0,3	1,2	5,3	5,3	2,1	1,8
Herav: Husholdninger	7,9	12,4	11,0	10,8	10,5	10,0
Finansinstitusjoner	0,8	1,1	0,4	-0,1	-1,5	-1,7
Andre ikke-personlige foretak	-9,0	-12,2	-6,1	-5,4	-6,9	-6,4
Nederland ⁴⁾ :						
I alt	-1,7	2,5	-0,2	3,6	3,2	3,6
Offentlig forvaltning	-1,3	-0,8	-3,3	-6,5	-5,8	-3,9
Privat sektor ¹⁾	-0,4	3,4	3,2	10,1	8,9	7,5
Herav: Husholdninger ⁶⁾	10,4	11,6	9,7	10,1	6,8	6,1
Finansinstitusjoner	0,2	0,6	1,1	1,7	1,3	1,0
Andre ikke-personlige foretak ⁶⁾	-11,0	-8,9	-7,6	-1,7	0,8	0,3
Storbritannia ⁴⁾ :						
I alt	0,4	-1,5	0,1	1,1	-4,3	-2,9
Offentlig forvaltning	0,5	-2,8	-4,4	-3,9	-1,3	-6,2
Privat sektor ¹⁾	0,2	-0,2	2,7	4,6	-2,8	3,5
Herav: Husholdninger	1,8	2,2	3,9	3,7	-0,9	5,5
Finansinstitusjoner	-0,9	-0,7	0,1	-0,2	0,1	0,2
Andre ikke-personlige foretak	-0,7	-1,7	-1,2	1,1	-2,1	-2,1
Sverige⁵⁾ :						

Tabell 3: Nettofinansinvesteringer i Norge og OECD-land. Prosent av disponibel inntekt for landet

	Gjennomsnitt for:					
	1965-70	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-93
I alt	-0,6	0,8	-2,4	-2,0	-1,8	-2,7
Offentlig forvaltning	4,5	4,1	-0,3	-5,7	3,8	-5,2
Privat sektor ¹⁾	-5,1	-3,3	-2,0	3,7	-5,7	2,5
Herav: Husholdninger	1,1	-0,5	-0,5	0,5	-2,1	4,0
Finansinstitusjoner	1,5	2,2	4,0	5,1	4,6	3,2
Andre ikke-personlige foretak	-7,7	-5,0	-5,5	-1,8	-8,2	-4,7
Tyskland⁴⁾ :						
I alt	0,9	1,4	0,0	1,0	4,7	0,1
Offentlig forvaltning	-0,3	-1,5	-3,2	-2,9	-1,7	-3,5
Privat sektor ¹⁾	1,2	2,8	3,2	3,9	6,4	3,5
Herav: Husholdninger ⁶⁾	8,2	9,6	8,2	7,9	7,9	8,8
Finansinstitusjoner	0,3	0,7	1,1	1,2	1,1	1,0
Andre ikke-personlige foretak ⁶⁾	-7,3	-7,4	-6,1	-5,2	-2,7	-6,3
USA:						
I alt	0,5	0,5	0,0	-1,4	-2,8	-0,9
Offentlig forvaltning	-0,8	-1,5	-1,2	-4,2	-3,9	-5,5
Privat sektor ¹⁾	1,2	1,9	0,6	2,8	1,3	4,5
Herav: Husholdninger	2,5	3,4	2,4	5,0	2,0	3,9
Finansinstitusjoner	0,3	0,4	0,3	-0,6	-0,8	-0,1
Andre ikke-personlige foretak	-1,5	-2,0	-2,1	-1,6	0,1	0,8

1) Inkl. offentlig forretningsdrift. I tallene for Norge er kommunal forretningsdrift med i offentlig forvaltning fram til 1975.

2) Utenom Island. Danmark er med fra 1981. Sverige er med til 1992.

3) Nederland, Italia, Frankrike, Storbritannia og det tidligere Vest-Tyskland. Storbritannia er med fra 1968 og Italia og Nederland fra 1970. Tidligere Vest-Tyskland er med til 1992. Avvikene mellom totaltallene og summen av sektortallene skyldes statistiske avvik og feil i fordelingen av sektorenes sparing på real- og finansinvesteringer for Italia.

4) Jf. fotnote 3 ovenfor.

5) Jf. fotnote 2 ovenfor.

6) Jf. fotnote 3 i "*Internasjonale sammenlikninger*" i avsnitt 2.3.

Kilde: OECD National Accounts og Statistisk sentralbyrå.

Tabell 4: Fordringer og gjeld for offentlig forvaltning (i pst. av disponibel inntekt for landet) og sammensetningen av fordringene (i pst. av samlede bruttofordringer)

	Norge			Sverige			Finland		
	1980	1985	1992	1980	1985	1992	1980	1985	1992
Andel av disponibel inntekt for landet:									
Brutto fordringer	99,0	102,6	117,1	76,4	74,4	88,6	46,4	42,3	63,3
Brutto gjeld	67,1	52,0	64,7	63,0	93,0	96,9	28,1	34,2	75,4
Netto fordringer	31,9	50,6	52,4	13,4	-18,6	-8,3	18,2	8,1	-12,1
Andel av brutto fordringer:									
Kontanter, bankinnskudd mv.	12,7	26,3	16,9	11,8	7,4	19,1	11,2	13,7	5,1
Lån og verdipapirer med kort løpetid	-	0,1	0,1	5,4	7,2	4,9	-	0,7	8,6
Handelskreditter	-	-	-	-	-	-	0,9	1,3	0,7
Obligasjoner	7,4	6,1	7,8	34,2	36,6	40,9	2,9	1,7	8,3
Aksjer	24,1	23,6	25,7	7,8	9,3	6,4	28,8	29,9	27,6
Lån med lang løpetid	37,7	28,2	37,8	31,4	31,2	21,7	46,6	44,3	39,3
Livsforsikringskrav	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	18,1	15,6	11,7	9,5	8,3	6,9	9,5	8,4	10,4

1) Tidligere Vest-Tyskland.

Kilde: OECD Financial Statistics og Statistisk sentralbyrå.

Tabell 4 forts.: Fordringer og gjeld for offentlig forvaltning (i pst. av disponibel inntekt for landet) og sammensetningen av fordringene (i pst. av samlede bruttofordringer)

	Tyskland ¹⁾			Frankrike			USA			Japan		
	1980	1985	1992	1980	1985	1993	1980	1985	1991	1980	1985	1993
Andel av disponibel inntekt for landet:												
Brutto fordringer	26,2	28,1	24,8	46,0	39,9	41,8	19,5	25,9	25,2	24,9	31,6	42,8
Brutto gjeld	36,9	50,5	54,5	42,3	52,3	73,7	49,3	68,2	82,0	81,9	102,9	95,1
Netto fordringer	-10,7	-22,4	-29,8	3,8	-12,4	-31,9	-29,8	-42,3	-56,9	-56,9	-71,3	-52,3
Andel av brutto fordringer:												
Kontanter, bankinnskudd mv.	51,9	50,1	45,2	15,0	21,8	19,4	21,4	17,7	15,1	15,0	14,2	20,0

Tabell 4 forts.: Fordringer og gjeld for offentlig forvaltning (i pst. av disponibel inntekt for landet) og sammensetningen av fordringene (i pst. av samlede bruttfordringer)

	Tyskland ¹⁾			Frankrike			USA			Japan		
	1980	1985	1992	1980	1985	1993	1980	1985	1991	1980	1985	1993
Lån og verdipapirer med kort løpetid	4,9	4,5	8,8	21,5	18,3	18,4	29,4	27,0	18,5	1,2	2,3	0,7
Handelskreditter	-	-	-	11,2	13,6	20,6	3,3	3,9	3,0	-	-	-
Obligasjoner	5,0	4,8	5,5	1,0	4,3	5,5	18,4	31,3	33,8	4,1	1,5	0,3
Aksjer	8,5	11,8	7,1	43,5	35,1	31,2	-	-	-	0,6	1,6	0,9
Lån med lang løpetid	29,3	28,4	33,0	7,7	6,9	4,9	16,3	14,1	16,9	-	-	-
Livsforsikringskrav	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	0,4	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	11,3	6,0	12,7	79,0	80,4	78,0

1) Tidligere Vest-Tyskland.

Kilde: OECD Financial Statistics og Statistisk sentralbyrå.

Tabell 5: Fordringer og gjeld for husholdningssektoren (i pst. av disponibel inntekt for landet) og sammensetningen av fordringene (i pst. av samlede bruttfordringer)

	Norge			Sverige			Finland		
	1980	1985	1992	1980	1985	1992	1980	1985	1992
Andel av disponibel inntekt for landet:									
Brutto fordringer	88,9	96,7	121,9	80,3	99,2	103,6	..	..	..
Brutto gjeld	62,1	75,7	96,5	62,7	64,5	71,8	..	..	..
Netto fordringer	26,7	21,0	25,4	17,6	34,7	31,9	..	..	..
Andel av brutto fordringer:									
Kontanter, bankinnskudd mv.	54,5	49,8	44,7	57,0	44,3	43,8	..	..	..
Lån og verdipapirer med kort løpetid	-	-	0,1	0,0	0,9	0,3	..	..	..
Handelskreditter	-	-	-	0,4	0,3	0,3	..	..	..
Obligasjoner	0,6	3,4	1,8	11,6	10,6	8,2	..	..	..
Aksjer	7,5 ²⁾	9,9 ²⁾	11,8 ²⁾	7,8	20,1	16,0	..	..	..
Lån med lang løpetid	1,1	2,8	0,6	5,0	4,0	1,5	..	..	..
Livsforsikringskrav	20,7	23,5	32,5	9,3	10,1	15,3	..	..	..
Andre fordringer	15,6	10,6	8,5	8,9	9,7	14,5	..	..	..

1) Tidligere Vest-Tyskland.

2) Inkl. husholdningenes fordringer på borettslag.

Kilde: OECD Financial Statistics og Statistisk sentralbyrå.

Tabell 5 forts.: Fordringer og gjeld for husholdningssektoren (i pst. av disponibel inntekt for landet) og sammensetningen av fordringene (i pst. av samlede bruttofordringer)

	Tyskland ¹⁾			Frankrike			USA			Japan		
	1980	1985	1992	1980	1985	1993	1980	1985	1991	1980	1985	1993
Andel av disponibel inntekt for landet:												
Brutto fordringer	116,0	141,3	154,3	119,4	132,7	206,2	276,3	280,7	306,2	157,2	208,7	273,1
Brutto gjeld	11,2	12,3	13,9	49,7	51,7	64,4	62,8	67,8	81,8	62,2	70,6	88,8
Netto fordringer	104,8	129,0	140,3	69,7	81,1	141,8	213,5	212,9	224,4	95,0	138,1	184,3
Andel av brutto fordringer:												
Kontanter, bankinnskudd mv.	59,8	51,7	44,7	60,7	51,5	31,3	24,1	25,4	22,0	73,7	64,5	62,5
Lån og verdipapirer med kort løpetid	0,2	0,1	0,3	5,5	3,6	2,2	0,6	1,2	1,1	-	-	-
Handelskreditter	-	-	-	3,9	3,3	2,0	-	-	-	-	-	-
Obligasjoner	11,5	15,0	21,0	9,2	7,0	4,9	6,1	8,0	9,6	9,5	10,5	7,0
Aksjer	4,8	7,0	5,2	14,1	26,4	45,0	17,8	18,5	20,1	2,0	8,4	6,6
Lån med lang løpetid	0,2	0,2	0,4	-	-	-	1,6	1,3	1,5	-	-	-
Livsforsikringskrav	21,5	23,6	25,9	3,2	4,5	12,1	17,3	22,9	28,1	13,8	15,3	24,0
Andre fordringer	2,1	2,3	2,6	3,4	3,7	2,5	32,5	22,7	17,6	1,0	1,3	-

1) Tidligere Vest-Tyskland.

2) Inkl. husholdningenes fordringer på borettslag.

Kilde: OECD Financial Statistics og Statistisk sentralbyrå.

Tabell 6: Fordringer og gjeld for banknæringen (i pst. av disponibel inntekt for landet) og sammensetningen av fordringene (i pst. av samlede bruttofordringer)

	Norge ¹⁾			Sverige			Finland		
	1980	1985	1992	1980	1985	1992	1980	1985	1992
Andel av disponibel inntekt for landet:									
Brutto fordringer	80,4	101,2	123,4	91,5	97,1	120,0	77,9	109,7	185,8
Brutto gjeld ³⁾	78,7	99,4	120,9	86,6	91,2	112,8	77,5	108,2	185,3
Netto fordringer	1,7	1,8	2,5	4,9	6,0	7,2	0,4	1,5	0,5
Andel av brutto fordringer:									

Tabell 6: Fordringer og gjeld for banknæringen (i pst. av disponibel inntekt for landet) og sammensetningen av fordringene (i pst. av samlede bruttofordringer)

	Norge ¹⁾			Sverige			Finland		
	1980	1985	1992	1980	1985	1992	1980	1985	1992
Kontanter, bankinnskudd mv.	4,2	5,9	6,7	13,6	13,5	10,1	14,3	17,1	7,9
Lån og verdipapirer med kort løpetid	5,6	7,4	4,6	4,4	5,0	8,4	14,1	11,2	11,8
Handelskreditter	-	-	-	-	-	-	0,1	0,2	0,0
Obligasjoner	23,8	13,2	9,2	24,5	24,1	7,8	5,5	8,7	7,6
Aksjer	1,7	1,9	2,0	-	0,0	0,4	2,6	3,6	5,1
Lån med lang løpetid	62,1	69,7	74,9	54,8	51,4	69,1	58,6	55,6	63,6
Livsforsikringskrav	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	2,6	1,9	2,7	2,8	6,0	4,3	4,8	3,6	4,1

1) Tallene for Norge omfatter forretnings- og sparebanker, Postgiro og Postsparebanken.

2) Tidligere Vest-Tyskland.

3) Inkl. utstedt aksjekapital i markedsverdi.

Kilde: OECD Financial Statistics og Statistisk sentralbyrå.

Tabell 6 forts.: Fordringer og gjeld for banknæringen (i pst. av disponibel inntekt for landet) og sammensetningen av fordringene (i pst. av samlede bruttofordringer)

	Tyskland ²⁾			Frankrike			USA			Japan		
	1980	1985	1992	1980	1985	1993	1980	1985	1991	1980	1985	1993
Andel av disponibel inntekt for landet:												
Brutto fordringer	159,5	186,8	202,3	208,9	235,3	271,7	98,5	108,2	97,6	86,5	108,9	153,6
Brutto gjeld ³⁾	153,8	182,1	195,9	202,9	234,6	281,3	94,4	104,2	94,7	86,5	108,9	153,6
Netto fordringer	5,7	4,7	6,5	6,0	0,7	-9,6	4,1	4,0	2,8	0,0	0,0	0,0
Andel av brutto fordringer:												
Kontanter, bankinnskudd mv.	5,5	5,8	7,6	32,6	32,7	31,1	1,1	1,4	1,1	2,8	2,1	2,2
Lån og verdipapirer med kort løpetid	15,0	13,9	13,1	26,5	23,2	23,4	33,4	32,3	28,7	-	-	0,2
Handelskreditter	-	-	-	0,1	0,1	0,1	-	-	-	-	-	-
Obligasjoner	10,3	13,5	15,0	2,6	4,7	6,6	18,7	20,7	20,9	17,3	13,1	11,2
Aksjer	1,9	2,6	3,3	2,0	2,7	7,0	0,2	0,1	0,4	3,7	3,9	6,3
Lån med lang løpetid	67,2	64,2	60,9	36,1	36,6	31,8	36,9	31,9	34,3	76,2	80,9	79,8
Livsforsikringskrav	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	-	-	-	-	-	-	9,7	13,6	14,7	-	-	0,3

- 1) Tallene for Norge omfatter forretnings- og sparebanker, Postgiro og Postsparebanken.
- 2) Tidligere Vest-Tyskland.
- 3) Inkl. utstedt aksjekapital i markedsverdi.

Kilde: OECD Financial Statistics og Statistisk sentralbyrå.

Tabell 7: Fordringer og gjeld for forsikringsselskaper og pensjonsfond (i pst. av disponibel inntekt for landet) og sammensetningen av fordringene (i pst. av samlede bruttofordringer)

	Norge			Sverige			Finland		
	1980	1985	1992	1980	1985	1992	1980	1985	1992
Andel av disponibel inntekt for landet:									
Brutto fordringer	23,3	28,6	46,4	27,1	37,8	48,0	27,3	33,9	63,4
Brutto gjeld ²⁾	24,2	29,0	47,1	9,1	12,7	19,8	6,0	1,9	3,4
Netto fordringer	-0,9	-0,3	-0,8	18,0	25,1	28,2	21,3	32,0	60,1
Andel av brutto fordringer:									
Kontanter, bankinnskudd mv.	11,4	11,2	6,5	3,0	3,1	2,1	2,7	1,9	2,3
Lån og verdipapirer med kort løpetid	0,7	0,1	5,0	6,7	9,0	11,1	-	1,0	5,6
Handelskreditter	-	-	-	-	-	-	0,9	0,5	0,9
Obligasjoner	32,4	32,7	38,3	47,0	52,4	48,9	4,2	4,3	9,5
Aksjer	4,5	7,1	7,5	6,2	11,9	13,2	7,7	10,0	16,3
Lån med lang løpetid	42,3	40,6	34,5	31,4	17,6	11,2	76,0	74,1	57,8
Livsforsikringskrav	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	8,7	8,3	8,2	5,7	6,0	13,5	8,5	8,2	7,6

- 1) Tidligere Vest-Tyskland.
- 2) Inkl. utstedt aksjekapital i markedsverdi.

Kilde: OECD Financial Statistics og Statistisk sentralbyrå.

Tabell 7 forts.: Fordringer og gjeld for forsikringsselskaper og pensjonsfond (i pst. av disponibel inntekt for landet) og sammensetningen av fordringene (i pst. av samlede bruttofordringer)

	Tyskland ¹⁾			Frankrike			USA			Japan		
	1980	1985	1992	1980	1985	1993	1980	1985	1991	1980	1985	1993
Andel av disponibel inntekt for landet:												
Brutto fordringer	22,2	32,0	39,6	10,4	15,5	38,7	55,1	72,5	97,0	15,8	22,0	47,7
Brutto gjeld ²⁾	22,8	30,8	37,0	10,4	16,0	51,0	51,9	69,1	91,9	15,8	22,0	47,7

Tabell 7 forts.: Fordringer og gjeld for forsikringsselskaper og pensjonsfond (i pst. av disponibel inntekt for landet) og sammensetningen av fordringene (i pst. av samlede bruttfordringer)

	Tyskland ¹⁾			Frankrike			USA			Japan		
	1980	1985	1992	1980	1985	1993	1980	1985	1991	1980	1985	1993
Netto fordringer	-0,6	1,2	2,6	0,0	-0,5	-12,3	3,3	3,5	5,1	0,0	0,0	0,0
Andel av brutto fordringer:												
Kontanter, bankinnskudd mv.	28,6	29,0	37,1	13,6	11,9	2,0	3,4	5,8	4,2	7,4	13,7	12,5
Lån og verdipapirer med kort løpetid	-	-	-	4,0	2,5	10,1	5,3	4,7	3,5	-	-	-
Handelskreditter	-	-	-	13,8	11,7	4,5	1,2	1,1	1,0	-	-	-
Obligasjoner	23,0	28,1	26,6	39,3	45,1	57,3	45,3	43,1	43,1	17,9	21,2	19,0
Aksjer	5,6	8,0	10,3	29,3	28,8	26,2	27,2	29,0	34,8	18,3	16,3	20,3
Lån med lang løpetid	42,8	34,9	26,0	-	-	-	11,2	7,8	6,6	56,5	45,8	40,3
Livsforsikringskrav	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	-	-	-	-	-	-	6,4	8,6	6,8	0,0	3,1	7,9

1) Tidligere Vest-Tyskland.

2) Inkl. utstedt aksjekapital i markedsverdi.

Kilde: OECD Financial Statistics og Statistisk sentralbyrå.

Tabell 8: Fordringer og gjeld for andre finansinstitusjoner (i pst. av disponibel inntekt for landet) og sammensetningen av fordringene (i pst. av samlede bruttfordringer)

	Norge ¹⁾			Sverige			Finland		
	1980	1985	1992	1980	1985	1992	1980	1985	1992
Andel av disponibel inntekt for landet:									
Brutto fordringer	58,9	57,4	63,4	54,0	84,9	132,7	11,0	17,4	38,9
Brutto gjeld ²⁾	55,9	54,7	62,1	50,2	75,9	128,5	10,7	17,9	38,6
Netto fordringer	3,0	2,8	1,2	3,8	9,1	4,1	0,3	-0,5	0,3
Andel av brutto fordringer:									
Kontanter, bankinnskudd mv.	3,9	5,2	2,3	3,1	3,7	1,9	3,8	6,1	3,1
Lån og verdipapirer med kort løpetid	0,1	0,6	2,0	0,0	3,9	9,5	-	4,3	11,4
Handelskreditter	-	-	-	-	-	-	0,7	0,8	0,7
Obligasjoner	0,2	1,3	6,6	0,1	2,8	3,5	0,9	2,9	7,6
Aksjer	0,1	0,5	0,2	3,8	10,0	6,5	2,1	3,7	6,6
Lån med lang løpetid	90,6	86,3	83,5	90,3	75,8	78,3	89,9	79,4	64,7

Tabell 8: Fordringer og gjeld for andre finansinstitusjoner (i pst. av disponibel inntekt for landet) og sammensetningen av fordringene (i pst. av samlede bruttofordringer)

	Norge ¹⁾			Sverige			Finland		
	1980	1985	1992	1980	1985	1992	1980	1985	1992
Livsforsikringskrav	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	5,1	6,0	5,3	2,7	3,8	0,4	2,7	2,8	6,1

1) Tallene for Norge omfatter kredittforetak, finansieringsselskaper og statsbankene.

2) Inkl. utstedt aksjekapital i markedsverdi.

Kilde: OECD Financial Statistics og Statistisk sentralbyrå.

Tabell 8 forts.: Fordringer og gjeld for andre finansinstitusjoner (i pst. av disponibel inntekt for landet) og sammensetningen av fordringene (i pst. av samlede bruttofordringer)

	Tyskland			Frankrike			USA			Japan		
	1980	1985	1992	1980	1985	1993	1980	1985	1991	1980	1985	1993
Andel av disponibel inntekt for landet:												
Brutto fordringer	3,1	16,7	50,6	29,3	51,6	88,8	134,6	174,1	226,4
Brutto gjeld ²⁾	2,9	16,1	50,6	29,0	50,0	86,8	134,6	174,1	226,4
Netto fordringer	0,2	0,6	0,1	0,3	1,6	2,0	0,0	0,0	0,0
Andel av brutto fordringer:												
Kontanter, bankinnskudd mv.	7,5	5,9	2,0	5,3	3,0	2,0	1,9	3,1	2,5
Lån og verdipapirer med kort løpetid	1,8	11,0	47,2	43,6	32,5	23,5	0,4	0,0	0,1
Handelskreditter	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligasjoner	50,1	60,1	34,0	4,1	15,6	24,5	22,1	26,2	25,6
Aksjer	40,7	23,0	16,8	6,6	7,1	8,2	1,0	2,0	4,7
Lån med lang løpetid	-	-	-	35,9	35,4	35,7	73,9	65,8	55,9
Livsforsikringskrav	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	-	-	-	4,5	6,5	6,2	0,8	3,0	11,2

1) Tallene for Norge omfatter kredittforetak, finansieringsselskaper og statsbankene.

2) Inkl. utstedt aksjekapital i markedsverdi.

Kilde: OECD Financial Statistics og Statistisk sentralbyrå.

Tabell 9: Fordringer og gjeld for ikke-personlige foretak utenom finansinstitusjoner (i pst. av disponibel inntekt for landet) og den prosentvise sammensetningen av bruttofordringene og bruttogjelden

	Norge			Sverige			Finland		
	1980	1985	1992	1980	1985	1992	1980	1985	1992
Andel av disponibel inntekt for landet:									
Brutto fordringer	52,3	66,6	98,8	75,9	99,2	149,7	..	66,8	121,5
Brutto gjeld ²⁾	160,2	160,7	202,9	130,0	145,5	233,8	..	125,3	170,9
Netto fordringer	-107,9	-94,1	-104,1	-54,0	-46,4	-84,2	..	-58,5	-49,4
Andel av brutto fordringer:									
Kontanter, bankinnskudd mv.	33,0	27,7	25,2	18,5	16,9	10,6	..	16,2	12,3
Lån og verdipapirer med kort løpetid	-	0,8	1,0	1,6	5,1	10,0	..	6,7	-
Handelskreditter	-	-	-	38,3	27,9	16,3	..	51,1	21,1
Obligasjoner	0,3	2,3	5,8	0,6	4,1	8,4	..	0,1	-
Aksjer	11,0	12,7	22,6	3,0	6,8	7,6	..	14,7	31,6
Lån med lang løpetid	16,0	26,8	25,1	26,8	29,8	34,6	..	3,8	22,7
Livsforsikringskrav	-	-	4,5	-	-	-	..	-	-
Andre fordringer	39,6	29,6	15,8	11,2	9,4	12,4	..	7,4	12,3
Andel av brutto gjeld:									
Kontanter, bankinnskudd mv.	-	-	-	-	-	-	..	-	-
Lån og verdipapirer med kort løpetid	-	0,4	0,5	-	0,9	0,5	..	10,9	16,1
Handelskreditter	-	-	-	19,0	16,7	9,7	..	27,6	15,2
Obligasjoner	4,9	6,4	6,6	5,2	5,0	2,5	..	5,2	6,6
Aksjer ²⁾	22,4	26,1	33,4	-	-	-	..	7,8	10,7
Lån med lang løpetid	49,5	48,1	45,7	61,0	62,3	70,6	..	41,6	44,4
Livsforsikringskrav	-	-	-	-	-	-	..	-	-
Annen gjeld	23,2	19,1	13,8	14,8	15,2	16,7	..	7,0	7,0

1) Tidligere Vest-Tyskland.

2) Inkl. utstedt aksjekapital i markedsverdi.

Kilde: OECD Financial Statistics og Statistisk sentralbyrå.

Tabell 9 forts.: Fordringer og gjeld for ikke-personlige foretak utenom finansinstitusjoner (i pst. av disponibel inntekt for landet) og den prosentvise sammensetningen av bruttofordringene og bruttogjelden

	Tyskland ¹⁾			Frankrike			USA			Japan		
	1980	1985	1992	1980	1985	1993	1980	1985	1991	1980	1985	1993
Andel av disponibel inntekt for landet:												
Brutto fordringer	51,4	67,4	81,5	87,1	123,9	278,9	50,1	55,8	58,0	130,2	155,4	165,9
Brutto gjeld ²⁾	99,2	118,9	127,1	155,1	191,6	376,6	83,6	98,9	101,3	171,3	186,0	240,3
Netto fordringer	-47,8	-51,5	-45,6	-68,0	-67,7	-97,7	-33,5	-43,1	-43,3	-41,1	-30,6	-74,5
Andel av brutto fordringer:												
Kontanter, bankinnskudd mv.	31,8	28,0	31,8	14,8	9,9	4,9	15,9	18,2	17,7	31,5	31,6	35,3
Lån og verdipapirer med kort løpetid	16,0	16,4	15,5	7,0	6,8	6,5	6,5	7,5	6,5	-	-	-
Handelskreditter	15,4	13,3	8,5	46,3	32,7	16,3	43,7	35,6	32,8	60,3	46,6	37,1
Obligasjoner	3,9	6,2	7,6	1,4	1,0	0,7	2,1	2,5	3,7	2,4	3,3	3,2
Aksjer	21,7	25,4	23,0	29,5	48,7	71,1	0,1	0,6	0,5	2,5	14,7	15,1
Lån med lang løpetid	7,0	7,3	11,4	-	-	-	1,0	2,3	1,2	-	-	-
Livsforsikringskrav	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	4,1	3,5	2,2	1,0	1,0	0,6	30,6	33,4	37,5	3,4	3,8	9,3
Andel av bruttogjeld:												
Kontanter, bankinnskudd mv.	-	-	-	2,2	1,5	2,2	-	-	-	-	-	-
Lån og verdipapirer med kort løpetid	23,6	21,1	20,6	14,9	12,6	7,7	27,8	27,8	25,2	-	-	-
Handelskreditter	5,1	4,3	3,4	25,0	18,9	10,5	19,9	16,1	15,4	37,6	30,5	20,1
Obligasjoner	2,1	2,3	3,2	3,6	4,2	3,5	20,8	19,4	23,1	3,4	4,9	8,5
Aksjer ²⁾	19,3	27,2	24,1	34,5	45,9	66,7	-	-	-	4,9	6,9	7,1
Lån med lang løpetid	42,9	37,5	40,9	19,9	16,9	9,5	24,0	25,4	22,9	54,1	57,7	59,3
Livsforsikringskrav	7,1	7,6	7,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Annen gjeld	-	-	-	-	-	-	7,5	11,3	13,4	-	-	5,0

1) Tidligere Vest-Tyskland.

2) Inkl. utstedt aksjekapital i markedsverdi.

Kilde: OECD Financial Statistics og Statistisk sentralbyrå.

Tabell 10: Kapitaltilførsel og anvendelse i norsk industri. Mrd. kroner og prosent.

	1983		1984		1985		1986		1987		1988		1989	
		Pst.		Pst.		Pst.		Pst.		Pst.		Pst.		Pst.
Totalt	7,9	100	15,2	100	21,4	100	31,7	100	24,4	100	17,8	100	27,2	100
Endring i gjeld	0,6	7,5	4,5	29,3	11,4	53,2	19,9	62,9	16	65,3	3	17,1	14,8	54,3
Endring i kortsiktig gjeld	0	0,2	4,3	28,1	9,7	45,3	11,3	35,8	10	41	-2	-11	11,1	40,8
Endring i langsiktig gjeld	0,6	7,3	0,2	1,1	1,7	7,9	8,6	27,1	5,9	24,3	5,1	28,5	3,7	13,5
Tilført fra årets virksomhet	6,2	78,8	8,7	57,3	8,5	39,9	7,5	23,7	7,3	30,1	8,4	47,2	11,4	41,9
Egenkapital tilført utenfra	1,1	13,7	2	13,5	1,5	6,8	4,3	13,4	1,1	4,6	3,3	18,6	1	3,8
Totalt	7,9	100	15,2	100	21,4	100	31,7	100	24,4	100	14,8	82,9	27,2	100
Investering i anleggsmidler	4,9	62	10,3	67,5	14,9	69,8	22	69,6	15	61,5	3,5	19,8	18,2	66,9
Endring i omløpsmidler	3	38	5	32,5	6,5	30,2	9,6	30,4	9,4	38,5	11,2	63,1	9	33,1
Utbytte	1,3		1,6		1,7		1,7		2		2,6		3,2	

Kilde: Statistisk sentralbyrå. Regnskapsstatistikk for industri og varehandel.

Tabell 10 forts.: Kapitaltilførsel og anvendelse i norsk industri. Mrd. kroner og prosent.

	1990		1991		1992		1993	
		Pst.		Pst.		Pst.		Pst.
Totalt	15,4	100	13,7	100	21,3	100	6,2	100
Endring i gjeld	5,1	33,2	3	22,1	15,2	71,3	-2,7	-44
Endring i kortsiktig gjeld	3,5	23	0,1	0,9	9,6	44,9	-4,5	-73
Endring i langsiktig gjeld	1,6	10,2	2,9	21,1	5,6	26,4	1,8	29
Tilført fra årets virksomhet	8	52	9,6	69,7	5,2	24,2	7,2	116
Egenkapital tilført utenfra	2,3	14,8	1,1	8,2	1	4,5	1,7	27,8
Totalt	15,4	100	13,7	100	21,3	100	6,2	100
Investering i anleggsmidler	3,5	22,7	12,9	93,7	16	75	10	163
Endring i omløpsmidler	11,9	77,3	0,9	6,3	5,3	25	-3,9	-63
Utbytte	2,6		2,3		2,6		2,2	

Kilde: Statistisk sentralbyrå. Regnskapsstatistikk for industri og varehandel.

Andre utgaver av dokumentet

Hent opp dokumentet i HTML-format

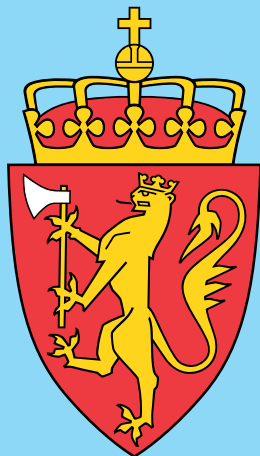
Slik ser det ut med Internett browser mot CD-ROM'en

 NORGES OFFENTLIGE UTREDNINGER NOU 1994:4
Kontrollen med «de hemmelige tjenester»
Innstilling fra EØS-kommisjonen, oppnevnt ved Kgl. resolusjon 24. september 1993 Avgitt 7. februar 1994
<ul style="list-style-type: none">• Utsendelsesrett• Innholdsfortegnelse
<small>Utgiver: STATENS FORVALTNINGSTJENESTE SEKSJON STATENS TRYKKING</small>
<small>Trykt utgave: ISSN: 0333-2306 ISBN: 82-583-0279-5 Trykk: Falch Hartvigrykk as, Oslo OSLO 1994</small>
<small>Elektronisk utgave: ISSN: 0806-2633 (NOU Computerfile) = ISBN: 82-583-0279-5 / DOCUMENT NOU 1994: 4/NO HTML-versjon: Falch Infotek as, Oslo</small>

Du må ha en Internett browser for å gjøre dette

Hent opp i tekstformat (RTF)

 NORGES OFFENTLIGE UTREDNINGER
TITTEL
INNLEDNING
KAPITLER
VEDLEGG



NOU

NORGES OFFENTLIGE UTREDNINGER

1994

1995

1996

ODIN

HVIS DU
HAR INTERNETT

HJELP

BRUKERDOKUMENTASJON

