

## DEN DANSKE BØRSBETÆNKNING

Betænkninger om centrale økonomiske spørgsmål synes herhjemme i nogen grad at komme i byger. Således har vi i løbet af det sidste årstid fået først en inflationsbetænkning og nu en børsbetænkning.<sup>1</sup>

Det foreliggende værk er en delbetænkning, hvori der foretages en vurdering af kapitalmarkedsaspekterne ved den bestående fondsbørsordning, og hvori der med økonomisk motivering fremsættes forslag til ændringer af de institutionelle forhold. Senere vil der fremkomme en betænkning om de juridisk-tekniske problemer med forslag til ny børslovgivning og fondsbørsvedtægter.

Betænkningen har særlige kapitler om obligations- og aktiemarkedet, om børsens betydning for erhvervslivet, om børsen og publikum og endelig om forholdet til kapitalmarkedet i udlandet. Dertil kommer en bilagsafdeling, hvori man finder gengivet en af Handelsministeriet foretaget undersøgelse af industriens kapitalforhold og en redegørelse for reglerne om beskatning af ejere af værdipapirer. Derudover indeholder nogle bilag talmateriale, som belyser kursudviklingen for aktier, renteutviklingen for obligationer og obligationsudstedelsens omfang. Endelig gengives i bilag forskellige meddelelser og resolutioner vedrørende oplysningspligt for de børsnoterede selskaber.

Inden omtalen af betænkningens indhold kan der måske lige være grund til at oplyse, at udvalgets betragtninger og konklusioner i alt væsentligt vedrører perioden fra 1955 til 1965. Det betyder, at det stort set ikke har været muligt i betænkningen at tage hensyn til de ret væsentlige kreditpolitiske foranstaltninger i form af deponeringsaftaler og obligationsrationering, som blev gennemført i løbet af 1965.

I kapitlet om obligations- og aktiemarkedet gengives og diskuteres en rigdom af tabeller. Oplysningerne om obligationsmarkedet er praktisk talt alle hentet i den officielle statistik. Til undersøgelse af *obligationsmarkedets udbudsside* sammenholder udvalget den overordentlig kraftige stigning i den cirkulerende obligationsmasse med byggeriets udvikling og konstaterer, at kursværdien af de nyudstedte obligationer har udgjort en kraftigt voksende andel af de private byggeinvesteringer. Denne udvikling forklares med de stærkt stigende grundpriser, som indgår i belåningsgrundlaget for realkreditlån, men ikke i nationalregnskabets investeringstal, endvidere med stigende anvendelse af forhåndslån, med tillægslån og med den udvidede adgang for byerhvervene til at opnå finansiering over obligationsmarkedet gennem de nye specielle institutter.

Et spørgsmål, der har været meget diskuteret, er tillægslånenes betydning som finansieringskilde for det private forbrug. Problemet har f.eks. været fremme i forbindelse med diskussionen om formålsbestemte kontra ikke-formålsbestemte lån. Fondsbørsudvalget lægger ikke større vægt på tillægslånenes forbrugseffekt, men det forekommer anmelderen, at grundlaget for udvalgets vurdering på dette punkt er lidt spinkelt. Man har kun en opgørelse af kredit- og hypotekforeningernes udlån i regnskabsåret 1964/65 at holde sig til, og som udvalget selv anfører, har kursniveauet for obligationer i flere af de foregående år ligget væsentligt højere end i 1964/65, hvorfor incitamentet til at optage tillægslån har været langt større dengang. Noget andet er, at man uden tvivl må give udvalget medhold i, at en temmelig stor – men desværre uoplyst – del af tillægslånene er blevet benyttet til erhvervsfinansiering. Alt i alt synes det dog stadig ikke godtgjort, at tillægslånene

1. *Børsen og kapitalmarkedet*. Betænkning I afgivet af Handelsministeriets udvalg til revision af fondsbørsordningen, Betænkning nr. 436, København 1967.

## DEN DANSKE BØRSBETÆNKNING

Betænkninger om centrale økonomiske spørgsmål synes herhjemme i nogen grad at komme i byger. Således har vi i løbet af det sidste årstid fået først en inflationsbetænkning og nu en børsbetænkning.<sup>1</sup>

Det foreliggende værk er en delbetænkning, hvori der foretages en vurdering af kapitalmarkedsaspekterne ved den bestående fondsbørsordning, og hvori der med økonomisk motivering fremsættes forslag til ændringer af de institutionelle forhold. Senere vil der fremkomme en betænkning om de juridisk-tekniske problemer med forslag til ny børslovgivning og fondsbørsvedtægter.

Betænkningen har særlige kapitler om obligations- og aktiemarkedet, om børsens betydning for erhvervslivet, om børsen og publikum og endelig om forholdet til kapitalmarkedet i udlandet. Dertil kommer en bilagsafdeling, hvori man finder gengivet en af Handelsministeriet foretaget undersøgelse af industriens kapitalforhold og en redegørelse for reglerne om beskatning af ejere af værdipapirer. Derudover indeholder nogle bilag talmateriale, som belyser kursudviklingen for aktier, renteutviklingen for obligationer og obligationsudstedelsens omfang. Endelig gengives i bilag forskellige meddelelser og resolutioner vedrørende oplysningspligt for de børsnoterede selskaber.

Inden omtalen af betænkningens indhold kan der måske lige være grund til at oplyse, at udvalgets betragtninger og konklusioner i alt væsentligt vedrører perioden fra 1955 til 1965. Det betyder, at det stort set ikke har været muligt i betænkningen at tage hensyn til de ret væsentlige kreditpolitiske foranstaltninger i form af deponeringsaftaler og obligationsrationering, som blev gennemført i løbet af 1965.

I kapitlet om obligations- og aktiemarkedet gengives og diskuteres en rigdom af tabeller. Oplysningerne om obligationsmarkedet er praktisk talt alle hentet i den officielle statistik. Til undersøgelse af *obligationsmarkedets udbudsside* sammenholder udvalget den overordentlig kraftige stigning i den cirkulerende obligationsmasse med byggeriets udvikling og konstaterer, at kursværdien af de nyudstedte obligationer har udgjort en kraftigt voksende andel af de private byggeinvesteringer. Denne udvikling forklares med de stærkt stigende grundpriser, som indgår i belåningsgrundlaget for realkreditlån, men ikke i nationalregnskabets investeringstal, endvidere med stigende anvendelse af forhåndslån, med tillægslån og med den udvidede adgang for byerhvervene til at opnå finansiering over obligationsmarkedet gennem de nye specielle institutter.

Et spørgsmål, der har været meget diskuteret, er tillægslånenes betydning som finansieringskilde for det private forbrug. Problemet har f.eks. været fremme i forbindelse med diskussionen om formålsbestemte kontra ikke-formålsbestemte lån. Fondsbørsudvalget lægger ikke større vægt på tillægslånenes forbrugseffekt, men det forekommer anmelderen, at grundlaget for udvalgets vurdering på dette punkt er lidt spinkelt. Man har kun en opgørelse af kredit- og hypotekforeningernes udlån i regnskabsåret 1964/65 at holde sig til, og som udvalget selv anfører, har kursniveauet for obligationer i flere af de foregående år ligget væsentligt højere end i 1964/65, hvorfor incitamentet til at optage tillægslån har været langt større dengang. Noget andet er, at man uden tvivl må give udvalget medhold i, at en temmelig stor – men desværre uoplyst – del af tillægslånene er blevet benyttet til erhvervsfinansiering. Alt i alt synes det dog stadig ikke godtgjort, at tillægslånene

1. *Børsen og kapitalmarkedet*. Betænkning I afgivet af Handelsministeriets udvalg til revision af fondsbørsordningen, Betænkning nr. 436, København 1967.

til forbrugsformål ikke kan have haft stor betydning i slutningen af halvtredserne og i begyndelsen af tredserne.

På *obligationsmarkedets efterspørgselsside* belyser betænkningen de forskellige kapitalmarkedsinstitutioners væsentlige rolle som købere. Bankernes obligationskøb forsøges sammenholdt med forskellen mellem stigningen i indlån og stigningen i udlån. Sammenhængen synes ikke videre tilfredsstillende, og man savner på dette sted en lidt mere adfærdsbevidst diskussion f.eks. af betydningen af bankernes tilsyneladende præference for at låne ud frem for at købe obligationer. Der foreligger nemlig her et vigtigt problemkompleks, der står i forbindelse med forklaringerne på udviklingen i den effektive obligationsrente, idet der kan konstateres en ganske pæn samvariation mellem forretningsbankernes stærkt svingende køb af værdipapirer og renten.

Livsforsikringsselskabernes og pensionskassernes obligationskøb sammenholdes med held med de indbetalte forsikringspræmier og pensionsbidrag. Til trods for de gennemførte lempelser af lovgivningens placeringsregler f.eks. i form af udvidelser af adgangen til at købe aktier, synes disse institutioners placeringsadfærd ret fast at gå ud på at anvende ca. 2/3 af præmiebeløbene og pensionsbidragene til obligationskøb.

ATP-fonden er tilkommet på et så sent tidspunkt, at den ikke har kunnet nå at spille nogen større rolle i fondsbørsbetænkningens billede af obligationsmarkedets efterspørgselsside. I de kommende år vil denne institution som bekendt komme til at indtage en fremtrædende plads blandt de obligationskøbende institutioner.

Det er næsten overflødigt at nævne, at Nationalbankens betydelige rolle som obligationskøber i de seneste år også kommer stærkt frem i dette afsnit.

Udviklingen på *aktiemarkedet* belyses også i en række tabeller, men udvalget har ikke her i samme grad kunnet bygge på den officielle statistik. Udvalget viser, hvorledes stigningen i aktiekapitalernes nominelle værdier fra 1956 til 1965 fordeler sig på kontante indbetalinger af ny aktiekapital, på enkeltmandsvirksomheders konvertering af egenkapital, på reservefondsaktier og på andre kapitaludvidelser. Materialet viser først og fremmest, at de senere års ændringer i selskabsskatteloven samt Helhedsløsningens lov om udbyttebegrænsning har påvirket selskabernes beslutninger vedrørende formen for egenkapitalens vækst.

Sammenhængen mellem *erhvervsstruktur og kapitalmarked* spiller en gennemgående rolle i børsbetænkningen, og dette problem kommer allerede frem i afsnittet om aktiemarkedet, hvor udvalgets synspunkt er, at aktiemarkedets vækst er beskeden i betragtning af, at det er i byerhvervene, den stærkeste ekspansion finder sted i disse år.

Dette tema er det bærende i kapitel 3, hvor kanaliseringen af kapital fra sektorer med opsparingsoverskud til sektorer med opsparingsunderskud tages op til drøftelse. Udvalget påviser, at der er sket væsentlige ændringer i forholdet mellem de enkelte sektors opsparring og investering. Tendensen er gået i retning af, at flere erhverv end tidligere som følge af deres kraftigt voksende investeringer har fået opsparingsunderskud. Dette modsvares så af et voksende opsparingsoverskud hos lønmodtagere, i kreditinstitutioner m.v., i den offentlige sektor og i udlandet.

Udvalget har gjort særlig meget ud af *industriens finansieringsforhold*, idet der som nævnt forelå en særlig undersøgelse heraf. Tallene, som der iøvrigt knyttes en række forbehold til, viser tydeligt en faldende selvfinansieringsgrad i industrien. Det trækkes særlig frem, at finansiering via aktieemission på børsen spiller en forsvindende ringe rolle. Industriens voksende gældsstiftelse er for det første

sket i bankerne, men mest bemærkelsesværdigt er det i grunden, at det er den langfristede gæld – bl.a. til realkreditinstitutterne – der er steget kraftigst i tiden efter 1958. Det forekommer anmelderen, at udvalget i sine kommentarer til tal-materialet ikke giver dette forhold helt den opmærksomhed, som det fortjener. Stigningen i den langfristede gæld må jo med mindre forbehold fortolkes derhen, at det faktisk var muligt for industrien på det lange marked at opnå lånefinansiering af sine investeringer med de i perioden rådende institutionelle forhold. Dette falder jo iøvrigt fint i tråd med, at udvalget ikke finder anledning til at foreslå ændringer i lovgivningen om realkreditinstitutternes virksomhed, der kunne give byerhvervene større muligheder for optagelse af obligationslån.

Aktiemarkedets relative betydning er ifølge fondsbørsudvalget for lille, og de *beskatningsmæssige forhold* tillægges en del af ansvaret herfor. Det har således betydning for aktieudbuddet, at der finder en vis dobbeltbeskatning sted derved, at selskaberne svarer skat også af den del af overskuddet, der går til udbytte, og som derfor beskattes som indkomst hos aktionærerne. Endvidere giver retten til fradrag for renter af lån selskaberne et incitament til at foretrække lånefinansiering frem for finansiering gennem aktieemissioner, fordi udbytter ikke kan fratrækkes. Afskrivningsreglerne har stimuleret opsparingen i virksomhederne, men samtidig også investeringerne, således at reglernes indvirkning på behovet for kapitaltilførsel udefra er ganske vanskelig at bedømme.

Som yderligere forklaringer på aktiemarkedets lidenhed anfører udvalget bl.a., at den bestående kreds af aktionærer kan tænkes at frygte at miste kontrollen med selskabet, hvis aktionærkredsen udvides, og at der kan herske uvilje mod at skulle offentliggøre regnskaber.

I betænkningens kapitel 4 sammenlignes afkastet af formueanbringelse i aktier med forrentningen af obligationer og andre fordringer. *Aktieafkastet* beregnes år for år under hensyntagen til det udbetalte udbytte, kursændringer, tegningsrettigheder og udlodning af reservefondsaktier. Der er med denne afgrænsning af afkastbegrebet tale om ganske betydelige variationer i aktieafkastet fra år til år med højdepunkt i 1958-59, men taget som gennemsnit over de sidste 10 år har formueanbringelse i aktier givet et afkast på mere end 10 pct. p.a. Dette ligger væsentligt over, hvad de fleste andre formueanbringelsesobjekter i samme periode har kunnet afkaste.

Fondsbørsudvalget har forsøgt at analysere årsagerne til bevægelserne i *den effektive obligationsrente*. Udvalget anlægger en række vigtige betragtninger om betydningen for renteutviklingen af kreditrationeringen i banker og sparekasser kontra den frie adgang til obligationsudstedelse op til sommeren 1965. Det fremføres endvidere, at inflationen får obligationskøberne til at forlange tillæg til renten, og der gøres forsøg på at sammenholde stigningen i obligationsmassen med tal for opsparingen. Endelig forsøges Nationalbankens nettokøb af obligationer benyttet til en renteforklaring. Selv om alle disse overvejelser er væsentlige, lykkes det efter anmelderens mening ikke fondsbørsudvalget at få formuleret en helt tilfredsstillende renteforklaring. En del af vanskelighederne ved at opstille en sådan forklaring skal iøvrigt sikkert søges i de i betænkningen omtalte træghedsfaktorer både på udbuds- og på efterspørgselssiden af obligationsmarkedet, desuden er det næsten umuligt at vurdere, hvad tallene for obligationstilgangen er værd for analysen af et prisdannelsesproblem som det foreliggende, når man ikke kan vide, hvor store obligationsmængder der faktisk udbydes på markedet i en given periode.

Betænkningen gør på det generelle plan meget ud af, at det er vigtigt at gøre kapitalmarkedet mere gennemsigtigt for publikum. Det foreslås derfor i betænk-

ningen, at der oprettes et børssekretariat, der bl.a. skal tage sig af *oplysningsvirksomhed*. M.h.t. de børsnoterede selskabers og institutters oplysningspligt, hvis omfang må forekomme at være af stor betydning for sekretariatets virke, har der derimod åbenbart været ret stærkt divergerende opfattelser i udvalget. Man har ikke kunnet nå ret meget længere end til enighed om at henstille til større åbenhed fra selskaberne side; der foreslås ikke indført mere vidtgående krav i så henseende.

I det afsluttende kapitel gennemgås de gældende regler for *overførsel af kapital mellem Danmark og udlandet*, og det vurderes, hvorledes en liberalisering af kapitalbevægelserne ville påvirke det danske kapitalmarked. Der tages udgangspunkt i OECD's kapitalkode, idet der så efterfølgende redegøres for de danske reservationer og deres varierende politiske motivering. Udvalget påpeger de indskrænkninger i den kreditpolitiske handlefrihed, som vil blive følgen af frigivelse af handelen med obligationer, og spørgsmålet om hel eller delvis harmonisering af det danske renteniveau med udlandets diskuteres. Virkningerne af friere kapitalbevægelser afhænger meget af, hvilke motiver der leder de beslutningstagere, som tager initiativ til transaktionerne. Dette gælder måske i særlig grad for aktiemarkedet, hvor langsigtede kontrolovervejelser og konkurrencebegrænsningshensigter ofte vil være mere afgørende end kortfristede udbyttebetragtninger.

Fondsbørsudvalgets kommissorium blev formuleret temmelig bredt, idet det stort set gav udvalget muligheder for i sine overvejelser at medtage alle de forhold, som måtte antages at have væsentlig betydning for kapitalmarkedets funktioner. Det blev i kommissoriet særlig trukket frem, at målsætningen for udvalgets arbejde skulle være at skabe gunstige vilkår for kapitalanbringelse i værdipapirer til fremme af erhvervslivets finansiering. Udvalgets forslag om ophævelse af børsstemplet, om oprettelse af et børssekretariat og om udvidet adgang for sygekasser og legatbestyrelser m.v. til at købe værdipapirer forekommer mindst taget ikke særlig vidtgående i lyset af denne målsætning.

Et *bredt kommissorium* giver muligheder for mere perspektivrige drøftelser i udvalget, men kan samtidig give anledning til overlappingsproblemer. F.eks. må en del af de i fondsbørsudvalget behandlede emner tænkes at spille en betydelig rolle i arbejdet i den fornylig nedsatte realkreditkommission. Desuden er der den risiko ved bredere drøftelser, at visse problemer bliver behandlet mindre dybtgående.

Det er anmelderens opfattelse, at det er lykkedes for fondsbørsudvalget at løse den vanskelige opgave at afveje de delvis modstridende hensyn til fremstillingens målsætning, omfang og grundighed på tilfredsstillende måde. Betænkningen giver et overskueligt billede af det danske kapitalmarked og af nogle af de væsentligste udviklingstendenser på dette i tiåret fra 1955 til 1965, og Børsens opgaver på kapitalmarkedet er klart beskrevet. Fremtidsperspektiverne trækkes ligeledes op, f.eks. fremstilles sammenhængen mellem de kommende års krav til kapitalmarkedet og de omfattende såvel offentlige som private investeringsopgaver meget tydeligt.

Et andet forhold, som man også får et klart billede af ved gennemgang af betænkningen, er mangelen på empiriske oplysninger om visse dele af kapitalmarkedet. Det kan i grunden ikke være rimeligt at pålægge folk at udarbejde redegørelser for økonomiske sammenhænge, hvis man ikke også giver dem ordentlige muligheder for at sætte sig ind i, hvorledes kendsgerningerne er.

*Morten Balling\**

\* Amanuensis ved Handelshøjskolen i Århus.