

# Om økonomisk demokrati gennem udbyttedeling og fondsdannelser

*Niels Chr. Nielsen*

*Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København*

*SUMMARY: This paper examines some economic implications of introducing wage earners' investment funds financed through a profit sharing system. Payments from the firm to the fund are not made in cash, however, but in the form of a placed new issue of stock based on the market price of the stock. In particular, the paper will focus on implications for stock prices and wealth distribution and for the financing and investment decisions of the firm.*

---

## **Indledning**

Ethvert økonomisk system er naturligvis underkastet kritik. Således er det et ofte fremført synspunkt, at det nuværende vestlige økonomiske system medfører en tendens til, at kapitalen samles på få hænder, hvorved for få personer får en for stor del af produktionsmidlernes afkast, ligesom for få personer kommer til at bestemme over produktionsressourcernes anvendelse<sup>1</sup>). I de fleste vestlige lande har der været en løbende debat omkring disse problemstillinger, ligesom der også er foretaget en række konkrete foranstaltninger for at afdæmpe eller eliminere de formodede ulemper.

De mål, der har været fremført i debatten, vedrører først og fremmest ønsket om en mere ligelig formuefordeling<sup>2</sup>) og en øget medarbejderindflydelse og lønmodtagermagt i virksomhederne, således at både ejerkredsen og ejerrollebegrebet herved udvides. Samtidig påpeges behovet for en bedre tilgang af kapital til virksomhederne, specielt behovet for en øget tilførsel af risikovillig kapital<sup>3</sup>).

En række forskellige forslag har været fremført som mulige midler til at

---

1. I samme sammenhæng kan nævnes, at arbejdsgivernes traditionelle ret til at lede og fordele arbejdet også har været underkastet stærk kritik og rent faktisk er blevet beskåret i forskellige henseender i mange lande.

2. Målt ved eksempelvis en Lorenzkurve er formuefordelingen normalt mere skæv end indkomstfordelingen. Det bør dog pointeres, at det i sig selv er diskutabelt, hvad der skal inkluderes i formuebegrebet.

3. Incitamentsargumenter fremføres også ofte, men disse aspekter skal ikke behandles nærmere her.

# Om økonomisk demokrati gennem udbyttedeling og fondsdannelser

*Niels Chr. Nielsen*

*Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København*

*SUMMARY: This paper examines some economic implications of introducing wage earners' investment funds financed through a profit sharing system. Payments from the firm to the fund are not made in cash, however, but in the form of a placed new issue of stock based on the market price of the stock. In particular, the paper will focus on implications for stock prices and wealth distribution and for the financing and investment decisions of the firm.*

---

## **Indledning**

Ethvert økonomisk system er naturligvis underkastet kritik. Således er det et ofte fremført synspunkt, at det nuværende vestlige økonomiske system medfører en tendens til, at kapitalen samles på få hænder, hvorved for få personer får en for stor del af produktionsmidlernes afkast, ligesom for få personer kommer til at bestemme over produktionsressourcernes anvendelse<sup>1</sup>). I de fleste vestlige lande har der været en løbende debat omkring disse problemstillinger, ligesom der også er foretaget en række konkrete foranstaltninger for at afdæmpe eller eliminere de formodede ulemper.

De mål, der har været fremført i debatten, vedrører først og fremmest ønsket om en mere ligelig formuefordeling<sup>2</sup>) og en øget medarbejderindflydelse og lønmodtagermagt i virksomhederne, således at både ejerkredsen og ejerrollebegrebet herved udvides. Samtidig påpeges behovet for en bedre tilgang af kapital til virksomhederne, specielt behovet for en øget tilførsel af risikovillig kapital<sup>3</sup>).

En række forskellige forslag har været fremført som mulige midler til at

---

1. I samme sammenhæng kan nævnes, at arbejdsgivernes traditionelle ret til at lede og fordele arbejdet også har været underkastet stærk kritik og rent faktisk er blevet beskåret i forskellige henseender i mange lande.

2. Målt ved eksempelvis en Lorenzkurve er formuefordelingen normalt mere skæv end indkomstfordelingen. Det bør dog pointeres, at det i sig selv er diskutabelt, hvad der skal inkluderes i formuebegrebet.

3. Incitamentsargumenter fremføres også ofte, men disse aspekter skal ikke behandles nærmere her.

råde bod på disse formodede skavanker ved en kapitalistisk frikonkurrence-økonomi. Forslagene består hovedsageligt i forskellige former for mellemkonstruktioner mellem en decentraliseret kapitalistisk frikonkurrence-økonomi med privat ejendomsret til produktionsmidlerne og en socialistisk centraldirigeret planøkonomi med kollektiv ejendomsret til produktionsmidlerne.

Moderate former for indgreb er eksempelvis, at lønmodtagerne får ret til at lade sig repræsentere i virksomhedens bestyrelse, således som det rent faktisk er sket i en række lande for aktieselskaber over en vis størrelsesorden. Herved bliver medarbejderne placeret mere på linie med indskyderne af egenkapital, hvad angår formel indflydelse på virksomhedens dispositioner. Dette kan også ske mere direkte ved, at lønmodtagerne samtidig er medejere af virksomheden. En moderat version er, at medarbejderne eller en del af disse er aktionærer i »deres egen« virksomhed. Virksomheden vil undertiden stimulere sådanne tendenser ved at tilbyde medarbejderne, at de i et vist omfang kan købe aktier til underkurs i forhold til markedskursen. Ligeledes kan det offentlige stimulere sådanne tendenser ved at yde forskellige former for skattebegunstigelser i forbindelse med medarbejders erhvervelse af aktier. En mere radikal version er, at medarbejdere simpelthen ejer deres egen virksomhed, hvorved man får de såkaldte arbejderstyrede virksomheder<sup>4</sup>). Som et alternativ til, at det er arbejderne selv, der ejer deres egen virksomhed, hvilket ofte antages at have forskellige uheldige implikationer for ressourceallokering og effektivitet, kan det i stedet være såkaldte lønmodtagerfonde, skabt som led i en eller anden form for økonomisk demokrati, der bliver medejere af virksomhederne på linie med de oprindelige ejere. Sådanne lønmodtagerfonde kan som en yderlighed være decentrale og specifikke for den enkelte virksomhed, eller der kan som en anden yderlighed være tale om etablering af en enkelt fond, der bliver medejers af alle virksomheder (evt. alle virksomheder over en vis størrelsesorden). Ligeledes eksisterer der forskellige muligheder for, hvorledes beslutningsretten på fondens eller fondenes vegne skal fordeles.

Af de nævnte foranstaltninger er arbejderstyrede virksomheder og dannelsen af lønmodtagerfonde klart de mest radikale og indgribende former for foranstaltninger. Det er da også disse to former for indgreb, der har været drøftet mest indgående i litteraturen. Formålet med det følgende er at drøfte forskellige aspekter i forbindelse med dannelsen af lønmodtagerfonde, specielt

---

4. Der eksisterer en omfattende litteratur om arbejderstyrede virksomheder, jf. f.eks. Bo Södersten (1973) og de af denne artikel inspirerede yderligere bidrag i *Økonomisk Debatt* i perioden 1973-76. Ligeledes eksisterer der også adskillige bidrag til belysning af den form for arbejderselvstyre, der er blevet gennemført i Jugoslavien.

betydningen af fondsdannelser for aktiekurser og formuefordeling samt for virksomhedens investerings- og finansieringsbeslutninger. Der vil ikke i det følgende blive sondret mellem, hvorvidt der dannes en eller flere fonde.

Såvel i Skandinavien som i andre vestlige lande har forslag om dannelse af lønmodtagerfonde været debatteret livligt<sup>5</sup>. Mange forskellige forslag har været fremført i den hjemlige debat, omend de ikke altid har været lige konkrete med hensyn til, hvordan den for fondsdannelserne nødvendige kapital skulle fremskaffes. Endvidere har den svenske LO-økonom Rudolf Meidner m.fl. (1975) fornylig fremført et konkret forslag, som spillede en central rolle i den seneste svenske valgkamp. Den følgende drøftelse af fondsdannelser bygger på en model, der i sit principielle indhold er nært beslægtet med den af Meidner m.fl. foreslåede konstruktion<sup>6</sup>.

Som mange andre forslag bygger Meidners konstruktion på, at det i vidt omfang er virksomhederne selv, dvs. de nuværende ejere, der betaler for, at »samfundet« via de etablerede lønmodtagerfonde kan blive medejere af virksomhederne. Det antages i det følgende, at fondene bliver medejere af virksomhederne ved følgende proces: Virksomhedens overskud antages at kunne opgøres nogenlunde korrekt, og fonden får hvert år krav på en bestemt andel af dette overskud. 20 % har i debatten omkring Meidners forslag været nævnt som eksempel på størrelsesordenen af den andel, der kunne blive tale om. Det pågældende beløb trækkes imidlertid ikke ud af virksomheden. I stedet foretages en placeret nyemission af aktier til fonden, svarende til det antal aktier, der kunne være købt til gældende aktiekurs for den overskudsandel, som fonden har krav på. Der er altså tale om en forhåndsplaceret nyemission af aktier til fonden, svarende til en bestemt overskudsandel og ud fra gældende markedskurser. For så vidt koster den placerede nyemission ikke direkte virksomheden noget, og den mister heller ikke kapital. På den anden side er det også velkendt, at ingenting kommer ud af ingenting. I sidste ende må det derfor være de nuværende ejere af virksomheden, som betaler for fondsdannelsen.

Der har været forskellige tilløb til analyser af fondsdannelsers betydning for aktiekurser<sup>7</sup>. Problemstillingen er imidlertid mere kompliceret, end hvad

---

5. Jf. f.eks. den »Employment Stock Ownership Plan«, som for nylig er gennemført i USA. Herhjemme har de økonomiske implikationer været drøftet af bl.a. Zeuthen (1975), som hovedsagelig fokuserer på makroøkonomiske konsekvenser.

6. Analoge momenter indgår i mange af de forslag, der har været fremført herhjemme, jf. den komparative oversigt i Enevoldsen m.fl. (1974).

7. Jf. således temanummeret af *Økonomisk Debatt* (1976, nr. 1), specielt bidraget af Bo Axell (1976). Beslægtede problemstillinger behandles af Willy Bergström (1976), Bertil Näslund og Bo Sellstedt (1976) og Sven-Erik Johansson (1976).

de simple fordelingsregler umiddelbart giver indtryk af, eftersom der ikke alene er tale om en »beskatning« af øjeblikkelige indkomster, men også om at fonden opnår ret til andele i fremtidige indkomster. Hvor store disse overskudsandele bliver, afhænger bl.a. af den øjeblikkelige aktiekurs, som igen reflekterer det forhold, at fonden har krav på andele i de fremtidige overskud, samt at disse overskudsandele konverteres til aktier ud fra de på de pågældende fremtidige tidspunkter gældende aktiekurser. Ydermere gælder det, at jo lavere den nuværende aktiekurs bliver som følge af, at den reflekterer fondens fremtidige krav til virksomheden, desto flere aktier vil fonden opnå i den nuværende periode, og desto større andele af de fremtidige overskud vil tilfalde den – og desto lavere bliver den nuværende aktiekurs. Der må derfor blive tale om en simultan løsning af disse relationer, hvor traditionelle vurderingsmodeller ikke uden videre kan anvendes. De simultane relationer og kravene til ligevægt i systemet må nødvendigvis indføres. Problemet er dels at bestemme den nye ligevægtskurs for aktier, dels at vurdere hvorvidt der overhovedet altid eksisterer en ny ligevægtskurs.

Forudsætningen for den følgende analyse er et *perfekt kapitalmarked i ligevægt*, idet det ellers næppe er muligt at nå frem til noget som helst, der minder om generelle resultater. Videre indebærer forudsætningen om et perfekt kapitalmarked også en fokusering på de mere gennemtrængende og systematiske tendenser i økonomien.

Enhver økonomisk analyse må foregå under visse *ceteris paribus forudsætninger*. Ved sammenligning af økonomier med og uden fondsdannelser er det imidlertid ikke umiddelbart givet, hvad der er rimelige *ceteris paribus* forudsætninger. Det skal foreløbig antages, at renten er uforandret ved overgang fra det hidtidige system til indførelse af fondsdannelser. Det skal videre forudsættes, at virksomhedens fremtidige investeringer og indtjening er uforandret, dvs. de reale dispositioner og deres afkast er uforandrede. I en analyse af de økonomiske virkninger af fondsdannelser per se forekommer dette at være den mest rimelige *ceteris paribus* forudsætning. Hvis endvidere den hidtidige økonomi var en frikonkurrence-økonomi, er de hidtidige investeringsbeslutninger Pareto optimale. Forudsat at ligevægtsrenten er uforandret, er der derfor ikke ud fra en samfundsmæssig synsvinkel om optimal udnyttelse af ressourcerne nogen tilskyndelse til at ændre de reale dispositioner<sup>8</sup>, da disse fortsat vil være Pareto optimale. Det skal på et senere tidspunkt drøftes nærmere, om etableringen af lønmodtagerfonde medfører et incitament for de hidtidige

---

8. Der kan naturligvis være fordelingspolitiske tilskyndelser til at ændre de reale dispositioner.

ejere til at handle anderledes end tidligere, således at der kommer afledede virkninger for de reale og finansielle dispositioner. Sådanne afledede virkninger vil både være af betydning for den samfundsmæssige allokering ressourcer og modificere implikationerne af etablering af lønmodtagerfonde for aktiekurser og formuefordeling.

Analysen af fondsdannelser er organiseret på følgende vis. Først drøftes de umiddelbare effekter på aktiekurser og dermed formuefordeling. Dernæst drøftes de afledte virkninger for virksomhedens investerings- og finansieringsdispositioner.

### **Aktiekurser og formuefordeling**

For at forenkle problemstillingen mest muligt skal vi starte med at forudsætte fuld sikkerhed. Endvidere antages de analyserede virksomheder udelukkende at være finansieret med egenkapital, hvilket til dels kan siges at være en følge af forudsætningen om sikkerhed, idet afkastet af fremmedkapital og af egenkapital da må være det samme i en ligevægtssituation. Senere skal det så demonstreres, hvorledes argumentationen uden videre kan generaliseres til usikkerhed og til delvis fremmedfinansiering<sup>9</sup>.

I overensstemmelse med forholdene i de fleste lande antages virksomheden at have et givet antal udestående aktier (nominelle aktiekapital/100 under danske forhold).  $N$  betegner antallet af udestående aktier før etableringen af en fond, og der foretages ikke andre nyemissioner end de placerede nyemissioner hos fonden. Ved givne priser og rentesatser i kapitalmarkedet vil ligevægtskursen for en aktie være lig med den diskonterede værdi af de fremtidige betalinger, aktien giver anledning til.  $v$  betegner aktiekursen, hvis der ikke etableres en fond (og ikke er forventninger om en eventuel fondsdannelse), medens  $v_0$  er ligevægtskursen for aktier, hvis der etableres en fond, som har krav på andelen  $a$  af hvert års overskud og får dette krav opfyldt ved en placeret nyemission af et til den krævede overskudsandel svarende antal nyemissionerede aktier. Videre forstås ved virksomhedens markedsværdi det samme som egenkapitalens markedsværdi, dvs. antallet af aktier multipliceret med aktiernes kurs. En eventuel fond antages etableret således, at fonden første gang

---

9. I relation til Meidners forslag skal det pointeres, at skattefaktoren ikke er inddraget i den følgende formelle analyse. Meidners forslag indebærer, at den overskudsandel, som tilgår fonden, er fradragsberettiget ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst, således at fondsdannelser subsidieres. Denne udeladelse af skatterne har ingen betydning for analysens principielle indhold, og det skal senere belyses, hvorledes konklusionerne modificeres, hvis fondsdannelser subsidieres via skattelovgivningen.

får krav på andel i overskuddet ultimo det første år.  $Y_i$  er virksomhedens overskud i det  $i^{\text{te}}$  år efter fondsdannelsen, og  $V(Y)$  er nutidsværdien på fondsdannelsestidspunktet af virksomhedens fremtidige overskud. Foreløbig skal det forudsættes, at følgende ulighed er opfyldt:

$$Nv > a \sum_{j=1}^{\infty} \frac{Y_j}{(1+r)^j}$$

hvor  $r$  er rentefoden, som antages at være konstant over tiden. Senere skal betydningen af denne forudsætning vurderes nærmere, ligesom de initiale forudsætninger om, at virksomhedens investeringsprogram og indtjening er givet, samt at virksomhedens finansierings- og dividendepolitik er uændret ved etablering af en fond, også skal gøres til genstand for nærmere drøftelse.

Forudsat at der eksisterer en ny ligevægtskurs for aktier efter fondsdannelsen, er sammenhængen mellem aktiekursen uden fondsdannelse og med fondsdannelse givet ved følgende *generelle proposition*:

$$Nv - Nv_0 = a \sum_{j=1}^{\infty} \frac{Y_j}{(1+r)^j}$$

eller udtrykt på en anden måde:

$$\frac{v_0}{v} = 1 - a \frac{V(Y)}{N \cdot v}$$

Givet  $a$  og virksomhedens fremtidige indtjeningsevne, kan ændringen i aktiekursen ved indførelse af en fond umiddelbart beregnes<sup>10</sup>. Det bemærkes således, at hvis fondens krav på overskudsandel er  $a$ , falder kursen ikke i almindelighed med  $a$ , men med  $a$  multipliceret med korrektionsfaktoren  $V(Y)/Nv$ , dvs.  $a$  multipliceret med forholdet mellem nutidsværdien af de fremtidige overskud og virksomhedens markedsværdi uden fondsdannelser. Korrektionsfaktoren  $V(Y)/N \cdot v$  kan principielt både være større end og mindre end 1, omend man normalt vil forvente, at den er større end 1, således at kursen falder med mere end 100  $a\%$ <sup>11</sup>).

10. Forudsat at den øjeblikkelige aktiekurs ikke reflekterer forventninger om en fondsdannelse, i hvilket tilfælde den rent faktiske kursændring naturligvis vil blive tilsvarende mindre.

11. For at undgå eventuelle misforståelser bør det måske påpeges, at nutidsværdien af virksomhedens fremtidige overskud ikke i almindelighed er lig med virksomhedens nuværende markedsværdi. Kun hvis hele overskuddet hvert år udbetales som dividende, vil dette normalt være tilfældet. Som regel vil nutidsværdien af de fremtidige overskud imidlertid være større end markedsværdien, da en del af den fremtidige indtjening genereres ved selvfinansiering via henlæggelser af en del af forudgående års overskud.

Grunden til, at ændringerne i aktiekurser og markedsværdier står i så enkel relation til nutidsværdien af den fremtidige indtjening, er snævert relateret til forudsætningen om et perfekt kapitalmarked. Selv om den proces, hvorved fonden bliver medejer af virksomheden, i sig selv er et kompliceret samspil af indtjening, dividendepolitik, kurser, aktieemissioner, forventninger etc., således at en direkte analyse ikke fører langt, er der dog to forenklende faktorer: (1) at fonden hele tiden har krav på en fast brøkdel af overskuddet, samt (2) at aktier hele tiden forudsættes prisfastsat i et perfekt kapitalmarked. Men eftersom fondens overskudsandel hele tiden konverteres til værdipapirer, der er »korrekt« prisfastsat i et perfekt marked, følger det, at værdien af fondens krav på fremtidige dividendeudbetalinger og likvidationsudbytter efter konverteringen til aktier hele tiden må være lig med det overskudsbeløb, fonden rent faktisk har krav på og konverterer til aktier. Uanset hvordan aktiekursen rent faktisk ændres ved fondsdannelse, følger det heraf, at værdien af fondens krav altid må være lig med  $\alpha$  multipliceret med nutidsværdien af den fremtidige indtjening, og at faldet i de nuværende ejeres formue derfor må være det samme beløb.

Det følger af dette argument, at indførelsen af delvis finansiering med *fremmedkapital* ikke ændrer ved resultatet. Hvis overskuddet  $X_t$  defineres som overskuddet efter forrentning af gælden, og fonden etableres ved, at en bestemt brøkdel af dette overskud tilfalder fonden via konvertering til nyemissionerede aktier, vil den generelle proposition være uforandret, forudsat at fremmedfinansieringen er den samme med og uden fondsdannelse.

På tilsvarende vis kan *usikkerhed* indføres. Forudsættes aktierne prisfastsat i et perfekt kapitalmarked, hvor priserne reflekterer såvel tidsværdien af penge som den til værdipapirernes afkast knyttede usikkerhed, vil værdien af fondens overskudsandel i en given periode være lig med det beløb, man har krav på, idet det investeres i værdipapirer prisfastsat i et perfekt kapitalmarked. Følgelig vil værdien af fondens krav være lig med  $\alpha$  multipliceret med nutidsværdien af virksomhedens fremtidige overskud, men hvor nutidsværdiberegningen naturligvis må ske med diskonteringsfaktorer, der reflekterer den til de fremtidige overskud knyttede usikkerhed. Det vil sige, at hvis  $k_t$  er den diskonteringsfaktor, der er relevant for det usikre overskud  $X_t$  om  $i$  år, får den generelle proposition følgende udseende:

$$Nv - Nv_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{X_i}{(1 + k_i)^i}$$



Det principielle indhold af den udledte sammenhæng er således uforandret<sup>12</sup>.

Der eksisterer naturligvis en række specialtilfælde af den udledte generelle sammenhæng. Eksempelvis kan man forestille sig en virksomhed, der altid udbetaler hele overskuddet som dividende. I så fald er som tidligere nævnt virksomhedens markedsværdi lig med nutidsværdien af de fremtidige overskud, og sammenhængen mellem aktiekursen med og uden etablering af en fond er givet ved følgende enkle relation:

$$v_0 = v(1 - a)$$

Det vil sige, at hvis fonden eksempelvis får krav på 20 % af overskuddet, falder aktiekursen med 20 %. Dette er naturligvis under forudsætning af, at ingen af kurserne reflekterer forventninger om ændrede forhold<sup>13</sup>.

Det har været en forudsætning for hele den forudgående analyse, at  $Nv > aV(Y)$ , og det kan derfor være rimeligt kort at drøfte indholdet af denne antagelse. I ligevægtsteoretiske termer kan forudsætningen opfattes som en tilstrækkelig forudsætning for, at der vil eksistere en positiv ligevægtskurs for aktier efter skabelsen af lønmodtagerfonde, og i mere værdiprægede termer kan forudsætningen opfattes som en restriktion mod fuldstændig socialisering. Tilfældet, hvor  $Nv < aV(Y)$ , er imidlertid ikke alene af teoretisk interesse, men kan meget vel være af praktisk relevans. Hvis  $aV(Y) > Nv$ , kan man føre følgende paradoksale observationer:

1. Det må nødvendigvis gælde, at  $v_0 > 0$ , eftersom de nuværende aktionærer, uanset hvor mange aktier fonden aftager, og uanset hvor længe det varer, inden der udbetales en eller anden form for udbytte, altid vil have krav på en relativ andel af dette udbytte, hvorfor aktien må have en positiv værdi. Ligeledes bør den fremtidige aktiekurs forblive positiv, så længe der finder endnu senere dividendeudbetalinger sted.

12. Det bemærkes i øvrigt, at det principielle ræsonnement er helt uafhængigt af forudsætninger om investorerne præferencer, og om hvordan usikre betalingsstrømme vurderes og prisfastsættes i kapitalmarkedet. Derimod afhænger det konkrete fald i aktiekursen naturligvis af disse forhold.

13. Et andet hyppigt anvendt – men måske lidt dubiøst – specialtilfælde er forudsætningen om konstante og ens vækstrater for indtjening og dividende (jfr. Gordon 1962). I dette tilfælde bliver sammenhængen

$$v_0 = v(1 - a \frac{Y_0}{D_0})$$

hvor  $Y_0$  og  $D_0$  er henholdsvis den *nuværende* indtjening og den *nuværende* samlede dividendeudbetaling. Dvs., faldet i aktiekursen er lig med  $a$  divideret med den såkaldte pay-out-ratio (dividendens andel af overskuddet).

2. På den anden side kan det i en lang række tilfælde, hvor  $Nv < a V(T)$ , vises for alle  $v_0 > 0$ , at de ikke kan være en ligevægtskurs på aktiemarkedet. Og i alle tilfælde, hvor  $Nv < a V(T)$ , gælder det, at på et eller andet fremtidigt tidspunkt vil der ikke eksistere en positiv kurs, som kan være en ligevægtskurs på aktiemarkedet på det pågældende tidspunkt, selv om der fortsat finder endnu senere dividendeudbetalinger sted.

Til trods for, at aktiens værdi må være positiv, eksisterer der altså – før eller senere – ikke nogen positiv ligevægtskurs. Det er naturligvis et relevant spørgsmål at rejse, hvad der egentlig i praksis sker ved dannelse af lønmodtagerfonde i tilfælde af, at der ikke eksisterer nogen positiv ligevægtskurs på aktiemarkedet. Forudsat, at virksomheden ikke ændrer sine investerings- og finansieringsplaner, må svaret være, at hvis prissystemet har naturlige konvergensgenskaber, vil aktierne på det pågældende tidspunkt blive værdiløse, og fonden vil overtage hele virksomheden.

Fondens totale overtagelse af virksomheden vil senest ske på det nærmeste tidspunkt  $T$ , hvor nutidsværdien af fondens overskudsandele inden dette tidspunkt er større end virksomhedens markedsværdi uden fondsdannelser

(dvs.  $a \sum_{j=1}^T Y_j(1+r)^{-j} \geq Nv$ ). Hvis der imidlertid ingen dividendeudbeta-

linger finder sted før dette tidspunkt  $T$ , må aktiekursen falde umiddelbart til 0, således at aktierne bliver værdiløse umiddelbart efter fondens oprettelse. Hvis der udbetales dividende inden tidspunktet  $T$ , vil fondens overtagelse ikke nødvendigvis ske lige så hurtigt, og der vil, hvis overtagelsen ikke sker umiddelbart, eksistere en positiv ligevægtskurs for aktier umiddelbart efter fondens oprettelse, som er lig med den diskonterede værdi af dividendeudbetalingerne pr. aktie indtil fondens totale overtagelse af virksomheden.

Det er dog ikke tilstrækkeligt for eksistensen af en positiv ligevægtskurs for aktier umiddelbart efter fondsoprettelsen, at der udbetales løbende dividende. Dividendebetalingerne må også have en vis størrelsesorden og må som minimum i nogle perioder være større end den overskudsandel, fonden har krav på. Mere præcist må det gælde, at såfremt der eksisterer et tidspunkt  $T^*$  inden  $T$  således at nutidsværdien af de overskudsandele, fonden har krav på inden  $T^*$ , er mindre end nutidsværdien af de planlagte samlede dividendeudbetalinger inden  $T^*$ , vil der eksistere en positiv ligevægtskurs for virksomhedens aktier umiddelbart efter fondens oprettelse, og aktiekursen vil forblive positiv indtil det seneste af sådanne tidspunkter. Eksisterer et sådant tidspunkt ikke, vil

aktiekursen med det samme falde til 0, og virksomheden vil blive overtaget af fonden umiddelbart efter dennes oprettelse<sup>14</sup>.

Som et eksempel til belysning af tilfældet  $aV(Y) > Nv$  kan det antages, at en virksomhed hvert år reinvesterer hele overskuddet og opnår afkastet  $s \cdot 100\%$  af sine investeringer, dvs., at overskuddet i det  $i^{\text{te}}$  år er lig med

$$Y_i = Y_0(1 + s)^i$$

Nutidsværdien af overskuddet i de kommende  $n$  år er lig med

$$V(Y) = \sum_{i=1}^n Y_0 \frac{(1 + s)^i}{(1 + r)^i}$$

hvor  $r$  er kalkulationsrentefoden. Antages virksomheden ikke at være i stand til at opnå et højere afkast end kalkulationsrentefoden af sine investeringer, bliver nutidsværdien af overskuddet i de kommende  $n$  år lig med

$$V(Y) = nY_0$$

og nutidsværdien af fondens krav på overskudsandele bliver følgelig lig med

$$aV(Y) = n a Y_0$$

hvilket, uanset hvor lille  $a$  er, altid kan gøres større end  $Nv$  ved passende valg af  $n$ , forudsat  $a > 0$ . Der er således ingen grund til på forhånd at udelukke tilfældet  $aV(Y) > Nv$  som et i praksis irrelevant tilfælde. Ligeledes kræver dette tilfælde heller ikke nødvendigvis, som man måske kunne forledes til at tro, at  $a$  er særlig stor.

Eksemplet kan yderligere specificeres ved at forudsætte, at  $n = \infty$ . Nutidsværdien af virksomhedens fremtidige overskud får da følgende simple form

$$V(Y) = \frac{Y_0}{r - s}$$

hvis  $s < r$ . Imidlertid er der ingen grund til at forvente, at virksomheden placerer sin kapital i investeringer, der giver mindre end kalkulationsrentefoden i afkast, og hvis  $s \geq r$ , fås

$$V(Y) = \infty$$

---

14. Der er dog en enkelt praktisk modifikation til dette resultat. Hvis virksomheden udbetaler dividende, inden fonden får andel i overskuddet, dvs. senest ultimo det første år efter fondsdannelsen, vil nutidsværdien af denne dividende danne en undergrænse for aktiens værdi, og først efter dividendeudbetalingen bliver aktien værdiløs.

Imidlertid vil virksomhedens markedsværdi ikke nødvendigvis være uendelig stor i dette tilfælde. Tværtimod ved vi, at hvis f.eks.  $r = s$ , så er virksomhedens markedsværdi

$$Nv = \frac{Y_0}{r}$$

Det må derfor for alle  $a > 0$  gælde, at

$$a V(Y) > Nv$$

således at der ikke efter fondsdannelsen eksisterer nogen ny positiv ligevægtskurs for aktien.

Selv om tilfældet  $a V(Y) > Nv$  som nævnt ikke nødvendigvis er et vældig ekstremt og i praksis helt udelukket tilfælde, vil den videre drøftelse af andre implikationer af dannelsen af lønmodtagerfonde fortsat forudsætte, at der eksisterer en ny positiv ligevægtskurs for aktier efter fondsdannelsen.

*Beskatningsforholdene* for virksomhedens overskud kan forekomme negligeret i hele den forudgående analyse. Dette er dog ingenlunde tilfældet, idet alle overskud og diskonteringsfaktorer i tilfælde af beskatning af virksomhedens overskud kan opfattes som efter-skat størrelser. Kun hvis beskatningen er forskellig med og uden fondsdannelser, er særlig hensyntagen nødvendig. Dette vil være tilfældet, hvis den andel af overskuddet, der tilfalder fonden, er fradragsberettiget ved beregning af virksomhedens skat. Dette tilfælde er ensbetydende med, at det offentlige yder en subsidie af størrelsesordenen  $t a Y_t$  til virksomheden i det  $i^{\text{te}}$  år, hvor  $t$  betegner skattesatsen. Det samlede rådighedsbeløb vil således være større ved fondsdannelse end uden fondsdannelse.

Eftersom virksomheden nu råder over et større beløb ved fondsdannelse end uden fondsdannelse, må yderligere ceteris paribus forudsætninger gøres i forbindelse med anvendelsen af det ekstra beløb, man disponerer over. Det skal her forudsættes, at virksomhedens investerings- og finansieringspolitik er uforandret, således at det ekstra beløb, man kommer til at disponere over, udbetales som dividende til aktionærene ultimo hvert år.

Det forekommer ikke muligt at udlede en enkel og generel løsning til dette problem. Derimod kan man naturligvis komme frem til konkrete løsninger for konkrete tilfælde, som f.eks. tilfældet hvor hele overskuddet udbetales som dividende. Visse udsagn er det dog muligt at gøre om det generelle tilfælde. Den samlede skattesubsidie for det  $i^{\text{te}}$  år er lig med

$$a t Y_t$$

og nutidsværdien af de fremtidige skattesubsidier er lig med

$$a t \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Y_i}{(1+k_i)^i} = at V(Y)$$

Afgørende for virkningerne med hensyn til aktiekurser og formuefordeling er derfor, hvordan denne »ekstra« nutidsværdi fordeles mellem fonden og de oprindelige ejere, hvilket igen afhænger af, hvordan fondens ejerandel øges over tiden. Yderpunkterne er naturligvis, at nutidsværdien af skattesubsidierne i sin helhed tilfalder enten ejerne eller fonden. Yderværdierne af effekten af en fondsdannelse, hvor fondsbidragene er skattefradragberettigede, er derfor følgende uligheder

$$Nv - aV(Y) \leq Nv_0 \leq Nv - a(1-t)V(Y)$$

eller

$$1 - \frac{aV(Y)}{Nv} \leq \frac{v_0}{v} \leq 1 - (1-t) \frac{aV(Y)}{Nv}$$

Ved mere specificeret information om det konkrete tilfælde kan dette interval naturligvis yderligere indsnævres. Videre bør det også bemærkes, at de skattemæssige subsidier til dannelse af lønmodtagerfonde medfører et fald i det offentlige skatteprovenu, således at en fuldstændig analyse kræver, at der gøres forudsætninger om, hvordan det offentlige forholder sig til dette provenutab.

### Investering og finansiering

Den forudgående drøftelse har været baseret på en *ceteris paribus* forudsætning om, at virksomhedens *investeringsprogram* og *indtjening* er givet. Dette forekommer den mest rimelige forudsætning for en analyse af de fordelingsmæssige effekter af fondsdannelser per se. Et andet og væsentligt spørgsmål er imidlertid, om der som følge af skabelsen af lønmodtagerfonde opstår incitamenter for beslutningstagerne til at ændre de reale og finansielle dispositioner. Det følgende skal mere opfattes som et forsøg på at strukturere og afgrænse relevante problemstillinger end som et forsøg på en udtømmende analyse af dette komplicerede problem.

For det første er det umiddelbart indlysende, at etableringen af lønmodtagerfonde ændrer de *almindelige aktionærs* afkastkrav i forbindelse med virk-

somhedens nyinvesteringer<sup>15</sup>. Eftersom en del af investeringsafkastet tilfalder fonden, må det acceptable afkast af en investering foretaget af virksomheden være tilsvarende større, hvis aktionærernes afkastkrav for deres egen kapital er uforandret<sup>16</sup>. Specielt gælder det, at hvis nyinvesteringer finansieres med nyemission af aktier i kapitalmarkedet, vil kapitalomkostningerne være væsentlig større med fondsdannelse end uden fondsdannelse. Hvis eksempelvis hele overskuddet altid udbetales som dividende, var relationen mellem aktiekursen med og uden fondsdannelse særlig simpel:

$$\frac{v_0}{v} = 1 - \alpha$$

og det indses let, at hvis  $k_0$  og  $k$  er kapitalomkostningerne for egenkapital med og uden fondsdannelse, så vil relationen mellem disse to kapitalomkostninger være tilsvarende simpel:

$$k_0 = \frac{k}{1 - \alpha}$$

Det vil sige, at hvis  $\alpha$  f.eks. er 20 %, vil egenkapitalens kapitalomkostning stige med 25 %.

Forudsættes det at være de almindelige aktionærer, der træffer beslutningerne i virksomheden, dvs. at fonden kun har en minoritetspost, der er utilstrækkelig til at opnå kontrol over beslutningerne, eller at den i alle tilfælde betragter sig selv som en passiv investor, der alene er interesseret i afkast på linie med de almindelige aktionærer og uinteresset i at øve indflydelse på virksomhedens dispositioner, betyder de skitserede forhold naturligvis, at virksomhedens ressourceallokering ændres, samt at investeringer prioriteres anderledes i forhold til hinanden end tidligere. Specielt betyder det højere afkastkrav en tendens til et mindre investeringsomfang. Hvis lønmodtagerfonde bliver et generelt fænomen, forekommer det usandsynligt, at denne investeringstilbageholdenhed ikke vil øve indflydelse på ligevægtspriserne i samfundet. Således må renten i den nye ligevægtssituation formodes at være lavere end før for delvis at modvirke virksomhedernes investeringstilbageholdenhed, og nettoeffekten synes mest sandsynligt at blive en ny ligevægtssituation, karak-

15. Ved almindelige aktionærer forstås andre aktionærer end lønmodtagerfonden. På tidspunktet for lønmodtagerfondens etablering er de almindelige aktionærer identiske med de oprindelige aktionærer.

16. Willy Bergström (1976) har en detaljeret diskussion af sammenhængen mellem fondsdannelse og virksomhedens kapitalomkostninger.

teriseret ved både lavere rente og lavere investeringsomfang. En tendens til fald i den samlede efterspørgsel vil blive modvirket i det omfang, borgerne omallokerer deres ressourcer fra investeringer (opsparing) til forbrug, men trods alt synes den mest nærliggende antagelse for nettoeffekten at være et fald i den samlede efterspørgsel. Hvad der vil ske med investeringsomfanget, hvis ceteris paribus forudsætningen er et uforandret beskæftigelsesniveau, afhænger selvfølgelig af, hvilke forholdregler myndighederne tager i brug for at opretholde beskæftigelsesniveauet.

I princippet er det kun afkastningskravet for finansiering med egenkapital, der stiger<sup>17</sup>. Da virksomhedens kapitalomkostninger er det vejede gennemsnit af omkostningerne til egenkapital og omkostningerne til fremmedkapital, vil stigningen i virksomhedens afkastkrav til nye investeringer være mindre drastisk, forudsat at den, som det normalt er tilfældet, kun delvis finansieres med egenkapital. Endvidere vil den stigende tendens for virksomhedens sammenvejede kapitalomkostninger blive modificeret af to andre forhold. For det første kan det tænkes, at den nye ligevægtssituation bliver karakteriseret ved et lavere renteniveau, hvorved kapitalomkostningerne til fremmedkapitalen bliver lavere<sup>18</sup> (jf. den tidligere drøftelse af dette problem). Dernæst kan det tænkes, at den nye ligevægtssituation bliver karakteriseret ved mere anvendelse af fremmedkapitalfinansiering på bekostning af mindre egenkapitalfinansiering (jf. den senere drøftelse af dette problem). Det er således ikke på forhånd klart, hvor kraftigt stigningen i virksomhedens kapitalomkostninger vil slå igennem, og i hvor høj grad den vil blive modificeret af forskellige tilpasningsmekanismer i økonomien.

Selv om *fonden* normalt ikke umiddelbart vil få kontrol over virksomheden, kan det være rimeligt at balancere fremstillingen med at fokusere på fondens sandsynlige attitude over for det fremtidige investeringsprogram, dels fordi fonden før eller siden kan opnå kontrol over virksomheden, dels fordi fonden i almindelighed kan gøre sine synspunkter gældende og forsøge at påvirke de besluttende myndigheder i den ønskede retning. Endvidere kræves der jo i de

---

17. Afkastkravet for investeringer finansieret med fremmedkapital stiger således ikke umiddelbart. På den anden side betyder fondens krav en reduktion af den fortjeneste, de oprindelige ejere måtte være i stand til at opnå ud over aflønningen af fremmedkapitalen. I det omfang, denne fortjeneste til de oprindelige aktionærer er kompensation for risikotagning, vil villigheden til at investere i risikobehæftede projekter blive påvirket, uanset om den formelle finansiering af projekterne alene sker med fremmedkapital. Under usikkerhed vil enhver fremmedkapitalfinansiering og den derved bevirkede forøgelse af gældsandelen jo også bevirke et øget afkastkrav for egenkapitalen som følge af den øgede finansielle risiko.

18. Og stigningen i egenkapitalens omkostninger bliver antagelig også mindre drastisk.

fleste børsnoterede selskaber væsentligt mindre end 50 % af aktiekapitalen for at få afgørende indflydelse. Fondens synspunkter vil i al væsentlighed være en symmetri til indstillingen hos de almindelige aktionærer, idet den som følge af retten til at »beskatte« virksomhedens fremtidige indkomster har et lavere afkastkrav. Hvis fonden har besluttende myndighed, vil den således ved uændrede rentesatser i kapitalmarkedet acceptere flere investeringer, end virksomheden tidligere har været villig til, og det samlede investeringsomfang vil stige.

Man kan således godt sige, at virksomhedens egenkapitalomkostninger, defineret som et passende vejet gennemsnit af de almindelige aktionærers afkastkrav og fondens afkastkrav, er uforandrede. Men det er jo ikke det vejede gennemsnit, der træffer beslutninger, og det følger derfor ikke af denne observation, at de reale dispositioner vil være uforandrede. Tværtimod følger det af virksomhedernes normale beslutningsproces, at det vil være enten de almindelige aktionærer eller fonden, der dominerer beslutningsprocessen. Og det er vel mest rimeligt at antage, at den dominerende aktionærgruppe i det store og hele handler i sin egen interesse og ikke ud fra altruistiske synspunkter.

Der er således tale om en klar interessekonflikt mellem de almindelige aktionærer og fonden. Ved givne rentesatser i samfundet er der endvidere ingen af de to grupper af ejere, der vil træffe Pareto optimale beslutninger. De almindelige aktionærer vil investere for lidt, og fonden vil investere for meget. Det skal nævnes, at jo større en andel af virksomheden fonden ejer, desto mindre forskel vil der være mellem de almindelige aktionærers og fondens afkastkrav. Hvis virksomheden ejes 100 % af fonden, vil det være i dennes interesse at træffe Pareto optimale investeringsbeslutninger. På den anden side ville det jo også være i de almindelige aktionærers interesse at træffe Pareto optimale investeringsbeslutninger, hvis der ikke var nogen fond, der havde krav på andele i overskuddet.

Nært relateret til planlægningen af de fremtidige investeringer og de heraf afledte indtjeningsbidrag er fastlæggelsen af *finansierings- og dividendepolitikken*, som hidtil har været forudsat uforandret ved overgang til fondsdannelser. Det vil her være i de almindelige aktionærers interesse i så høj grad som muligt at udbetale virksomhedens ressourcer nu og basere fremtidige aktiviteter på fremmedfinansiering<sup>19</sup>. Herved får de nuværende ejere mest muligt i hånden

---

19. Denne tendens modvirkes dog af forskellige beskatningsmæssige forhold. For det første beskattes en eventuel dividendeudbetaling hos aktionærerne, hvorved det beløb, disse har til rådighed til reinvestering, er mindre end det beløb, virksomheden ville have til rådighed til reinvestering ved at undlade dividendeudbetaling. Denne skattemæssige effekt kan modificeres ved i stedet for at

(fortsættes næste side)



nu, og de fremtidige overskud reduceres, hvorved værdien af fondens krav på overskudsandele reduceres tilsvarende. Det må dog antagelig forventes, at en eventuel dannelse af lønmodtagerfonde ledsages af lovindgreb til begrænsning af disse tendenser, idet ledsageeffekterne af fondsdannelser ellers næppe vil blive alt for attraktive.

Resultatet bliver altså en kompliceret sammenhæng mellem mulighederne for fremmedfinansiering, ønsket om de størst mulige dividendeudbetalinger så hurtigt som muligt samt ønsket om på den anden side at udnytte de flest mulige fremtidige investeringsmuligheder. Antagelig vil man se en tendens til at betale så meget som muligt ud som dividende nu og så reducere investeringsprogrammet i det omfang, fremmedfinansiering ikke kan fremskaffes. Dog reduceres virksomhedens incitament til at reducere investeringsprogrammet i tilsvarende grad, som fremmedfinansiering bliver en stigende andel af kapitalfremskaffelsen.

I en dynamisk sammenhæng må yderligere medtages det forhold, at kontrollen over virksomheden kan skifte, hvis fonden får tilstrækkelig mange aktier, samt at kontrolproblemet bl.a. afhænger af den førte investerings-, dividende- og finansieringspolitik. Optimeringsproblemet bliver således en simultan optimering af investering og finansiering i en dynamisk sammenhæng, hvor kontrolproblemet spiller en afgørende rolle. Og klassiske resultater for separation af finansierings- og investeringsbeslutninger holder naturligvis ikke. Derimod er der for de almindelige aktionærers vedkommende stadig tale om separation mellem virksomhedens investeringsbeslutning og deres forbrugsbeslutninger, forudsat de foretager deres forbrugsallokeringer i perfekte markeder.

---

anvende virksomhedens ressourcer til dividendeudbetaling at anvende ressourcerne til opkøb af egne aktier og så destruere disse. Herved får aktionærerne virksomhedens udbetaling af ressourcer i form af kursgevinster og bliver derfor normalt mildere beskattet og bliver desuden først beskattet, når gevinsten realiseres. Et andet skattemæssigt moment er, at så længe investeringerne foretages inden for virksomheden, bliver afkastet beskattet med selskabsskat. Hvis selskabsskatten er lavere end aktionærernes marginalskat, og forudsat at disse ikke har brug for investeringernes afkast til forbrug, men foretrækker at reinvestere, vil den investerede kapital ved anbringelser inden for selskabet som følge af den lavere beskatning efterhånden blive større og større i forhold til den kapital, man ville have haft at arbejde med uden for selskabet.

*Litteratur*

- AXELL, BO 1976. Innebär Meidners förslag borskrasch och omedelbar socialisering? *Ekonomisk Debatt* nr. 1.
- BERGSTRÖM, WILLY 1976. Formögenhetsutjämning och maktspridning. *Ekonomisk Debatt* nr. 1.
- ENEVOLDSEN, NIELS m.fl. 1974. *Økonomisk demokrati – hvorfor – hvorledes?* København.
- GORDON, MYRON J. 1962. The Savings Investment and Valuation of a Corporation. *The Review of Economics and Statistics*.
- JOHANSSON, SVEN-ERIK. 1976. Löntagerfonde – vinstbegrepp, skatte- och börskurskonsekvenser. *Ekonomisk Debatt* nr. 1.
- MEIDNER, RUDOLF i samarbete med ANNA HEDBORG och GUNNAR FOND. 1975. *Löntagerfonder*. Nacka.
- NÄSLUND, BERTIL og BO SELLSTEDT. 1976. Kan arbetarne överta produktionsmedlen utan revolution? *Ekonomisk Debatt* nr. 1.
- SÖDERSTEN, BO. 1973. Arbetarstyrd ekonomi. *Ekonomisk Debatt* nr. 8.
- ZEUTHEN, HANS E. 1975. Økonomiske konsekvenser af ØD. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* nr. 1.