

Overskudsdeling og udviklingen i lønmodtagernes andel af virksomhedens egenkapital

1. Indledning

Den 4. december 1979 fremsatte den daværende socialdemokratiske mindretalsregering et beslutningsforslag om obligatorisk overskudsdeling. I f.t. lovforslaget om ØD fra januar 1973, var overskudsdelingsforslaget (OD-forslaget) ændret på afgørende punkter. For det første blev *lønsumsfinansiering* foreslået erstattet med *overskudsfinansiering*. For det andet blev det *decentrale element* styrket på bekostning af den centrale fonds kapitalstyringspotentiel, og for det tredje blev den *automatiske genplacering* fraveget. Derimod er det *obligatoriske element* fastholdt.

At spredning af ejendomsretten til produktionsmidlerne ikke for indeværende er uaktuelt kan aflæses af bl.a. det af LO foreslåede A/S Aktiv Erhvervsinvestering, oprettelsen i 1980 af Lønmodtagernes Dyrtdidsfond, den økonomiske krise og sammenhængende hermed den vægt lønpolitisk tiltag tillægges.

I det følgende skal med udgangspunkt i det nævnte beslutningsforslag diskuteres om lønmodtagerne i form af en i virksomheden etableret virksomhedsfond, kan opnå en bestemmende egenkapitalandel. Herunder hvilke muligheder den private egenkapital har for at modvirke virksom-

hedsfondens stigende egenkapitalandel.

Der indledes i *afsnit 2* med en kort beskrivelse af de relevante bestemmelser i OD-forslaget.

Derefter vil i *afsnit 3* blive analyseret hvordan virksomhedsfondens egenkapitalandel vil udvikle sig. Herudover vil nogle beregningsresultater blive præsenteret, ligesom følsomheden heri vil blive beskrevet.

I *afsnit 4* vil endelig blive diskuteret hvilke muligheder den private egenkapital har for at modvirke en stigende egenkapitalandel til virksomhedsfonden.

Afsnit 5 vil indeholde afsuttende bemærkninger.

2. Relevante bestemmelser i OD-forslaget.

De i denne sammenhæng relevante bestemmelser i OD-forslaget er flg.:

- a) I A/S- og ApS-selskaber indbetaler virksomhederne kontant 10% af det regnskabsmæssige nettoresultat efter skat (overskudsbidragsprocenten) til en Lønmodtagernes Investerings- og Beskæftigelsesfond (fællesfonden).
- b) Fællesfonden skal så vidt muligt genplacere disse midler aktivt i erhvervslivet som risikovillig kapital.
- c) I virksomheder med mindst 10 ansatte kan overskudsbidraget i stedet indbetales til en i virksomheden oprettet virksomhedsfond, hvis de ansatte og ledelsen er enige om at oprette en sådan, og enighed om konverteringskur-

sen foreligger. I så fald sker indbetalingen i form af aktier eller anparter.

- d) I virksomheder hvor en virksomhedsfond er oprettet, forbliver halvdelen af den dividende, der tilfalder lønmodtagerkapitalen i virksomhedsfonden. Denne halve dividende kan anvendes til kollektive formål for de i virksomheden ansatte lønmodtagere.
- e) Oprettes en virksomhedsfond ikke tilgår overskudsbidraget, evt. dividende og forrentning af placeret kapital ubeskåret fællesfonden.

3. Udviklingen i virksomhedsfondens egenkapitalandel.

3.1. Egenkapitalandelen under forenklede forudsætninger.

Det er forudsat, at

- a) der i den betragtede virksomhed er oprettet en virksomhedsfond,
- b) egenkapitalforrentningen (her nettoresultatet efter skat i procent af den samlede egenkapital) er positiv,
- c) den halve dividende på virksomhedsfonden henlægges,
- d) dividendeprocenten (d.v.s. den udloddede dividende i procent af nettoresultatet efter skat) er ens på den private aktiekapital og virksomhedsfonden,
- e) der ingen nyttegning af aktiekapital sker til den private aktiekapital, og
- f) fællesfonden ikke kan placere ansvarlig aktiekapital i virksomheden.

Til forudsætningerne skal tilføjes, at der på grund af den manglende afklaring på fondsbeskatningens område, er set bort fra en evt. beskatning af virksomhedsfondens dividendendeindtægt. OD-forslaget indeholder ingen beskatningsmæssige overvejelser, men det forekommer mest logisk, at en etableret virksomhedsfond i lighed med andre fonde (for

eks. Lønmodtagernes Dyrtidsfond), bliver beskattet af den løbende forrentning.

En inddragelse af beskatning vil ikke påvirke de principielle argumenter og hovedkonklusioner. Beskatning vil alene kunne svække udviklingstakten i lønmodtagerkapitalandelen i virksomheden, idet beskatningen vil reducere den disponible dividende og dermed virksomhedsfondens potentielle henlæggelser.

Under disse forudsætninger vil virksomhedsfonden efterhånden besidde hele egenkapitalen. Dette beror på, at vækstraten i virksomhedsfonden vil være større end vækstraten i den private egenkapital.

At dette må være tilfældet skyldes først og fremmest, at overskudsbidraget skal erlægges *forlods*, hvorved virksomhedsfonden får et vækstforspring i f.t. den private egenkapital. Med en ensartet dividendeprocent på de to kapitaler, kan den private egenkapital ikke via henlæggelsen modvirke at virksomhedsfonden får den største vækstrate, idet egenkapitalforrentningen udover korrektion for overskudsbidragsprocenten også skal korrigeres for dividendesatsen.

Flg. lille taleksempel kan illustrere dette, idet overskudsbidragsprocenten er 10, egenkapitalforrentningen efter skat 10% og dividendesatsen 40%.

Af disse to vækststudtryk ses, at uanset dividendesatsens størrelse vil virksomhedsfondens vækstrate være større end vækstraten i den private egenkapital. En dividendesats på 0 kan altså ikke hindre at virksomhedsfonden over tiden vil besidde hele egenkapitalen. Derimod vil forskelle i vækstraterne indsnævres hvorfor et større antal år vil forløbe forinden virksomhedsfonden når en given egenkapitalandel.

Af vækststudtrykkene fremgår, at fraviges forudsætning c, således at den halve dividende helt eller delvis *forbruges* til

	(1) Udgangs- værdien	(2) Oversk. bidrag	(3) Dividende	(4) Henlæg- gelser	(5) Næste periode	(6) Vækst- rate
Virksomhedsfond	10	1	a) (0,36) →	0,54 0,18	11,72	17,2%
Privat egenkapital	90	-	3,24	4,86	94,86	5,4%
Samlet egenkapital	100	1	3,60	5,58	106,58	6,58%

a) Den samlede dividende på virksomhedsfonden er $100 \times 0,1 (1 \div 0,1) \times 0,4 = 0,36$. Heraf indbetales halvde-
len til fællesfonden. Med de valgte forudsætninger vil den tilbageblevne $\frac{1}{2}$ dividende være at betragte som
henlæggelse. Derfor pilen.

Generelt vil det gælde, såfremt a står for overskudsbidragsprocenten, b for egenkapitalforrentningen efter skat,
 m for den del af den halve dividende der henlægges (i dette tilfælde $m = 1$), P den private egenkapital, d for divi-
dendesatsen, og E den samlede egenkapital.

$$(1) \dot{P} = b(1 \div a) (1 \div d)$$

og vækstraten i virksomhedsfonden (VF) kan skrives som

$$(2) \dot{VF} = ab \frac{1}{P} + b(1 \div a) (1 \div \frac{1}{2}d)$$

Den del af
vækstprocenten,
der hidrører fra
oversk. bidraget.

Den del af
vækstprocenten,
der hidrører fra
henlæggelsen.

kollektive formål (d.v.s. m varierer mel-
lem 0 og 1) for de ansatte omformes sidste
led i (2) til $b(1 \div a) (1 \div d(1 \div \frac{1}{2}m))$ idet
lønmodtagernes henlæggelser reduceres
med en del af den halve dividende.

Denne ændring forandrer dog ikke den
konklusion, at virksomhedsfonden efter-
hånden vil udfylde hele egenkapitalen.
Derimod betyder ændringen, at for en
given d -værdi *indsnævres* forskellen mel-
lem vækstraterne, hvorved tidspunktet
for realiseringen af en given egenkapital-
andel til lønmodtagerne udskydes.

Sammenfattende kan det konkluderes,
at under de givne forudsætninger vil etab-
lering af en virksomhedsfond, uanset di-
videndesatsens størrelse, som resultat ha-
ve, at denne efterhånden udfylder hele
virksomhedens egenkapital. En ophævel-
se af forudsætningen om henlæggelse af
den halve dividende, forandrer ikke den-
ne konklusion, men vil udskyde det tid-
spunkt hvor en given egenkapitalandel
nås.

I næste afsnit skal nogle beregningsre-

sultater præsenteres, herunder egenkapi-
talandelens følsomhed overfor partielle
ændringer i a , b , d og m .

3.2. Nogle beregningsresultater til belysning af egenkapitalandelens udvikling samt nogle følsomheds- betragtninger.

I omstående tabel er sammenfattet hoved-
resultaterne for nogle EDB-kørsler. Ta-
bellen fortæller hvor hurtigt virksom-
hedsfonden når en egenkapitalandel på 50
ved partielle ændringer i variablerne a , b ,
 d og m . Andelen 50 er valgt idet en be-
stemmende andel af egenkapitalen senest
vil overgå til virksomhedsfonden fra og
med denne andel.

Beregningerne er foretaget under en alt
andet lige forudsætning. Det skal ved for-
tolkningen af tabellen særligt have i
mente, at egenkapitalforrentningen er
fastholdt i den betragtede periode, lige-
som de konklusioner, der kan drages, skal
ses på baggrund af de opstillede forud-
sætninger, jf. afsnit 3.1.

Tabel 1: Antal år før virksomhedsfonden når en egenkapital på 50. Partielle ændringer i variablene a, b, d og m.

a	Variabelværdier			Antal år ved en ændring i variabelen			
	b	d	m	a	b	d	m
0.10	0.10	0.40	1.0	51	51	51	51
0.075	0.075	0.30	0.75	61	67	55	55
0.05	0.05	0.20	0.50	78	98	60	59
0.025	0.025	0.10	0.0	111	192	67	65
0.0	0.0	0.0	0.0	∞	∞	75	73
0.20	0.20	—	—	31	27	—	—

Anm.: De partielle ændringer er foretaget således, at udgangsværdierne er $(a, b, d, m) = (0.10, 0.10, 0.40, 1.0)$. Når den enkelte variabel gennemløber de anførte værdier, fastholdes de øvrige 3 variable på udgangsværdierne. Reduceres f.eks. b, til 0.05 hedder kombinationen (a, b, d, m) nu $(0.10, 0.05, 0.40, 1.0)$ hvilket øger det nødvendige antal år fra 51 til 98.

Med disse forbehold ses af tabellen, at variablene a og b har den kraftigste virkning på virksomhedsfondens egenkapitalandel. Ved at lade de to variable undergå relativt set lige store ændringer, ses det, at a godt og vel fordobler det nødvendige antal år, men b ca. 4-dobler antallet af år. At egenkapitalforrentningen er den vigtigste variabel ses også deraf, at antages a og b i stedet lig 0.20, ville de 50% nås efter hhv. 31. og 27. år. For a og b lig 0 vil det gælde, at antal år vil gå mod uendelig, idet en lønmodtagerkapitalopbygning da slet ikke påbegyndes. Det ses endelig også, den absolutte stigning i antal år bliver større jo mindre a og b bliver, og er langt den største for b's vedkommende.

Påvirkningen på antal år ved lige store relative ændringer i variablene d og m er stort set identisk, idet den maximale ændring giver en vækst i antal år på rundt regnet 15 år. Målt i antal år er disse to variable derfor af langt mindre betydning end variablene a og b.

Betydningen af en evt. beskatning kan her illustreres derved, at antages beskatningsprocenten f.eks. at være 50, svarer dette til, at virksomhedsfonden får stillet $\frac{1}{4}$ af fondsdividenden til rådighed $(d \times 0.5 \times 0.5)$. Er $d = 0.40$ bliver den di-

sponible dividende altså $0.40 \times 0.5 \times 0.5 = 0.10$. Det nødvendige antal år for en egenkapitalandel på 50 øges altså fra 51 til 67.

Foruden forudsætningsgrundlaget bør ved fortolkningen af tabellens indhold også indgå, at antal år refererer til en egenkapitalandel på 50. I praksis vil det formentlig være sådan, at en bestemmende egenkapitalandel i virksomhederne kan og vil være mindre end 50. Derved ville krabet til antal år blive reduceret. Var eksempelvis den bestemmende andel 25 ville det i udgangserksemplet $(a, b, d, m) = (0.10, 0.10, 0.40, 1.0)$, kræve 25 år.

Endelig bør i fortolkningen også indgå den *tidshorisont* de nuværende virksomhedsejere opererer med. Det er uden videre klart, at en bestemmende egenkapitalandel, der ligger 50-100 år eller mere ude i fremtiden, ikke indgår i tidshorisonten. På dette antal år kan samfundet have undergået radikale ændringer af mange andre grunde end netop overskudsdeling. Hvor meget mindre tidshorisonten er, skal der ikke gøres nogle overvejelser om her, men er en bestemmende egenkapitalandel betydeligt mindre end 50 vil en

etableret virksomhedsfond kunne blive en faktor den private ejerkapital må forholde sig konkret til.

4. Kan den private ejerkapital hindre, at en stigende andel af virksomhedens egenkapital overgår til virksomhedsfonden?

4.1. Indledning.

I afsnit 3 blev det konkluderet, at når en virksomhedsfond var blevet etableret, ville virksomheden under de givne forudsætninger, efterhånden komme til at besidde den bestemmende del af egenkapitalen. Dette uanset dividendesatsens højde og den andel af den halve dividende, der blev forbrugt kollektivt.

I det flg. skal der gøres nogle betragtninger over betydningen af lempelser i forudsætningen om ingen nyemission af aktier, samt i forudsætningen om den private ejerkapitals anvendelse af den udbetalte dividende. Som forudsætningerne blev opstillet i afsnit 3.1. var det eneste modgående middel den private ejerkapital besad, dividendesatsens højde.

4.2. Ophævelse af forudsætningen om ingen nyemission af aktier.

Blev det i stedet antaget, at nyemission ville finde sted rejser det spørgsmål sig, om virksomhedsfondens stigende egenkapitalandel kan bremses.

Umiddelbart foreligger der to emissionsformer, dels emissionen med *fortegningsret* for de gamle aktionærer, og dels emission i *fri tegning*.

Normalt sker emissionen med *fortegningsret* for de gamle aktionærer. Antages denne emissionsform anvendt her, vil såfremt virksomhedsfonden ønsker (og

har eller kan fremskaffe midlerne hertil) at tegne ny aktiekapital, den private ejerkapitals og virksomhedsfondens respektive andele af virksomhedens egenkapital efter emissionen være *uændret*. Vækstraten i de to kapitaler påvirkes *heller ikke*, jf. (1) og (2) foran, hvorfor konklusionen om en bestemmende egenkapitalandel til virksomhedsfonden *heller ikke* ændres.

Antages det i stedet, at virksomhedsfonden enten ikke kan fremskaffe midlerne, eller ikke ønsker at/eller må tegne den tilbudte aktiekapital, overgår tegningen til de private ejere, evt. eksterne private investorer. Den private ejerkapitals egenkapitalandel vil da *umiddelbart* stige. Spørgsmålet er da hvordan de to kapitalers respektive egenkapitalandele udvikler sig i kommende perioder (dvs. efter aktieemissionen).

Hvis ΔP betegner aktieemissionens størrelse ultimo periode t , og g angiver den del af aktieemissionen, der tilfalder den private ejerkapital (her altså $g = 1$), dvs. g i princippet kan variere mellem (P_t/E_t) og 1, kan det beregnes hvor stor

P skal være for at sikre, at virksomhedsfondens egenkapitalandel ikke overstiger et ønsket niveau.

I bilag 2 er denne beregning gennemført under den forudsætning, at virksomhedsfondens egenkapitalandel ikke skal stige udover niveauet svarende til egenkapitalandelen før emissionen, dvs. (VF_t/E_t) .

Den nødvendige emission kan da, jf. bilag 2, skrives som

$$(3) \Delta P = P_t (k_4 - 1) + k_5 \frac{P_t}{VF_t} = P_t (k_4 - 1) + k_5 \frac{1}{\frac{VF_t}{P_t}}$$

En emission af denne størrelse vil sikre, at virksomhedsfonden ved udgangen af næste periode har en egenkapitalandel af samme størrelse som ved udgangen af indeværende periode.

Konstanten k_4 vil for givne værdier af a og b afhænge af d 's og m 's værdier, og vil altid mindst være lig med 1. Det ses, at er $d = 0$, vil k_4 uanset værdien af m , være lig med 1. Jo større d og m bliver, jo større bliver brøken, og jo mindre d og m bliver, jo mere nærmer brøken sig 1.

Konstanten k_5 er altid positiv og mindre end 1, med undtagelse af det tilfælde, hvor $b = 0$. Da bliver $k_5 = 0$ og $k_4 = 1$, hvorfor den nødvendige aktieemission (ΔP) også bliver 0. Jo større d bliver jo større bliver k_5 . Til belysning af hvordan størrelsen af ΔP afhænger af den ønskede egenkapitalandel til virksomhedsfonden, kan flg. regneeksempel opstilles, idet (a, b, d, m) antages at være (0.10, 0.10, 0.40, 1.0), jf. tabel 1, og idet startværdierne for P og VF er 100 hhv. 0.

Tabellen viser hvordan ΔP 's absolutte størrelse samt den krævede mervækstrate i den private ejerkapital, afhænger af den ønskede egenkapitalandel virksomhedsfonden må besidde, svarende til en bestemt andel af den private ejerkapital.

Det fremgår, at såvel absolut set som relativt set, har 1. led i (3) den altdominerende betydning for ΔP . Dette led udtrykker, at jo større virksomhedsfondens andel bliver, jo større en del af tilvæksten i virksomhedsfonden vil hidrøre fra den forholdsmæssige andel i årets nettoresultat efter skat og overskudsbidrag.

Endvidere fremgår det, at den krævede mervækstrate i den private ejerkapital er *aftagende* med en *stigende* egenkapitalandel. Baggrunden herfor skal søges i den omstændighed, at virksomhedsfondens vækstrate i de første år som følge af den lave startværdi er meget høj, og betydeligt højere end vækstraterne i privat ejerkapital og samlet egenkapital, jf. bilag 1.

Ønskes en given (og ikke-bestemmede) egenkapitalandel fastholdt, skal nyeemissionen gentages årligt, idet ellers den stærkere vækstrate i virksomhedsfonden, jf. (2) i afsnit 3.1., vil bevirke en stigende egenkapitalandel udover det ønskede (VF_1/E_1) -niveau.

Uanset hvilken egenkapitalandel, der tages udgangspunkt i, vil det gælde, at år for år vil den relative værdi af 2. led i (3) (dvs. hvor meget større den del af virksomhedsfondens vækstrate, der hidrører fra overskudsbidraget er, end vækstraten i den private ejerkapital) falde i f.t. ΔP , og til sidst være tilnærmelsesvis lig 0. Det vil samtidig gælde, at den krævede mervækstrate ($\Delta P/P_1$) over tiden vil gå mod ($k_4 - 1$), i dette eksempel 1.701%.

Jo lavere en egenkapitalandel, der af de private ejere vælges som udgangspunkt, jo større en mængde kapital (ΔP) vil man over tiden skulle indskyde i virksomheden. Dette taler umiddelbart for, at vælge en *højere* egenkapitalandel som udgangs-

Tabel 2. Den nødvendige aktieemission ved alternative værdier for virksomhedsfondens egenkapitalandel, og givne værdier for a, b, d og m .

Emission		$P_1 (k_4 - 1)$	$k_5 \times \frac{1}{\frac{VF_1}{P_1}}$	$\Delta P = (1) + (2)$	$\frac{\Delta P}{P_1} \%$
$\frac{VF_1}{P_1}$	$\frac{VF_1}{E_1}$	(1)	(2)	(3)	(4)
0.05	0.05	2.211	0.180	2.391	1.838
0.107	0.10	2.877	0.084	2.961	1.750
0.246	0.10	4.867	0.037	4.904	1.713
0.427	0.30	8.235	0.021	8.256	1.704
0.662	0.40	13.934	0.014	13.948	1.702
1.002	0.50	24.850	0.009	24.859	1.701

punkt. I den anden retning vil det dog trække ved hvilken egenkapitalandel den bestemmende indflydelse nås. Eet eller andet sted mellem disse to punkter, kan den valgte egenkapitalandel tænkes at ligge. Jo mere spredt den private ejerkapital er på aktionærer, og i jo mindre udstrækning disse aktionærer gør deres indflydelse gældende, jo mindre vil en bestemmende egenkapitalandel alt andet lige være. Andelen vil være større hvor den private kapital er samlet på færre og mere aktive aktionærer.

Afslutningsvis skal i relation til tabel 2 anføres, at *jo større* a , b , d og m er i f.t. de i tabellen valgte, *jo større* bliver ΔP og mer-vækstraten. Effekten på disse er størst ved variationer i b . Antages $b = 0.20$ og uændrede værdier for de andre variable vil en egenkapitalandel på 0.05 kræve $\Delta P = 4.669$ og $(\frac{P}{P_t} \times 100) = 3.432\%$ og en andel på 0.50 vil kræve $\Delta P = 51.036$ og $(\frac{\Delta P}{P_t} \times 100) = 3.201\%$ ($= k_4 - 1$).

4.3. Ophævelse af forudsætningen om, at dividenden på den private ejerkapital ikke geninvesteres i virksomheden.

Det er i beregningsresultaterne foran an-

taget, at den dividende, der tilfalder den private ejerkapital fuldt ud udbetales. Der er således ikke antaget geninvestering af denne dividende.

Det vil formentlig være realistisk at antage, at i hvert fald en del af denne dividende geninvesteres i virksomheden, idet et sådant skridt, alt andet lige vil øge det antal år, der skal forløbe inden en bestemt egenkapitalandel nås.

I nedenstående tabel 3 er vist hvor hurtigt virksomhedsfonden opnår en egenkapitalandel på 50 ved partielle ændringer i variablerne a , b , d , m og j . Variablen j står for geninvesteringsprocenten af den til den private ejerkapital udbetalte dividende. Numerisk kan j variere mellem 0 og 1, og er lig 0 når dividenden fuldt ud forbruges, og lig 1 når dividenden fuldt ud geninvesteres i virksomheden af de private ejere.

I f.t. tabel 1 er det her yderligere antaget, at virksomhedsfondens dividendeandel fuldt ud forbruges kollektivt, dvs. $m = 0$. En sådan antagelse vil formentlig ikke være urealistisk. Herved sikres også, at ønsker lønmodtagerne dominanstidspunktet *fremrykket*, skal de altså afstå fra (en del af) det kollektive forbrug.

Ved at inddrage en geninvesteringsmulighed for den til den private ejerkapital udbetalte dividende, ses af tabel 3, at der

Tabel 3: Antal år før virksomhedsfonden når en egenkapitalandel på 50.
Partielle ændringer i variablerne a , b , d , m og j .

Variabelværdier					Antal år ved en ændring i variablen				
a	b	d	m	j	a	b	d	m	j
0.10	0.10	0.40	0.0	1.0	79	79	79	79	79
0.075	0.075	0.30	1.0	0.75	104	104	78	56	78
0.05	0.05	0.20	0.75	0.50	152	154	77	60	77
0.025	0.025	0.10	0.50	0.25	297	302	76	65	75
0.00	0.00	0.00	0.25	0.00	∞	∞	75	71	73
0.20	0.20	—	—	—	41	42	—	—	—

Anm.: Udgangsværdierne er her $(a, b, d, m, j) = (0.10, 0.10, 0.40, 0.00, 1.00)$.

Tabellen aflæses på helt samme måde som tabel 1.

generelt sker en *udskydelse* i f.t. tabel 1 af det tidspunkt hvor virksomhedsfonden opnår en egenkapitalandel på 50.

I tabel 1 var det som nævnt antaget som udgangspunkt, at dividenden på den private ejerkapital udbetaltes, og at den del af dividenden virksomhedsfonden kunne disponere over blev fuldt ud henlagt.

Målt på de to tabellers udgangsværdier er effekten af geninvesteringsprocenten j altså, at det nødvendige antal år stiger fra 51 (i tabel 1) til 79 (i tabel 3). Dette betyder, at for $(a, b, d) = (0.10, 0.10, 0.40)$ angiver det nævnte interval det spillerum virksomhedsfonden og den private ejerkapital kan operere indenfor ved at variere værdien af m hhv. j .

Det ses, at fastholdes a, b, d og m på udgangsværdierne, er det nødvendige antal år stort set ufølsomt overfor variationer i geninvesteringsprocenten (73-79 år).

Det ses samtidigt, at fastholdes $j = 1$ vil lønmodtagerne kunne påvirke det nødvendige antal år (56-79 år) ved at variere m , altså ved at henlægge en del af den dividende, der står til rådighed til kollektivt forbrug. For $j = 1$ vil de private ejere således effektivt kunne udskyde tidspunktet for andelen 50 fra 51 år til 56 år, hvor $m = 1$.

Indirekte illustreres j 's betydning også derved, at relative ændringer i variablerne a og b giver nogle betragtelige absolutte udsving i antal år. Reduceres eksempelvis egenkapitalforrentningen i f.t. udgangsværdien vil spændvidden i antal år ligge mellem ca. 100 og ca. 300 (svarende til en 4-dobling af antal år, jf. også herom vedr. tabel 1). Sådanne tidsforløb ligger klart udenfor virksomhedens tidshorisont. At effekten på det absolutte antal år er så betragtelig hænger (udover m 's variation mellem 0 og 1) primært sammen med, at enhver *positiv* j -værdi implicerer en *højere* vækstrate i den private ejerkapital,

hvilket i f.t. tabel 1 (hvor j reelt = 0) må betyde, at der må hengå flere år inden andelen på 50 nås.

Det bemærkes, at effekten på antal år ved relativt identiske ændringer i a og b er praktisk taget den samme, hvor b i tabel 1 havde en relativt set dobbelt så stærk effekt som a , og at antal år kun er meget lidt følsom overfor ændringer i dividendesatsen.

Endelig skal anføres, at var den bestemmende egenkapitalandel 25 ville det i udgangseksemolet $(a, b, d, m, j) = (0.10, 0.10, 0.40, 0.0, 1.0)$ kræve 34 år.

5. Afsluttende bemærkninger.

Det er i det foregående vist, at under bestemte forudsætninger, vil oprettelse af en virksomhedsfond indebære, at denne efterhånden vil komme til at besidde en bestemmende egenkapitalandel, ligesom andelen vil gå mod 100.

Denne konklusion ændrede ikke ved at foretage ændringer i de indgående variable. Derimod blev tidspunktet for en egenkapitalandel på 50 forrykket. Af beregningsresultaterne fremgik det, at egenkapitalforrentningen var langt den vigtigste variabel mht. tidspunktet for egenkapitalandelens realisering, og at dividendesats og henlæggelsesandelen af virksomhedsfondens halve dividende havde en næsten identisk effekt på det krævede antal år.

Foruden virksomhedsfonds-oprettelsen har det været en central forudsætning, at de private virksomhedsejere *ikke* foretog aktieemissioner. Blev denne forudsætning ophævet, og antoges det, at virksomhedsfonden *ikke* ville/kunne/måtte aftage en forholdsmæssig andel af emissionen, blev det beregnet hvor stor den nødvendige aktieemission skulle være for at fastholde virksomhedsfondens egenkapitalandel på et ønsket niveau.

Det har ligeledes været centrale forudsætninger, at dividenden på den private egenkapital udbetales, og at dividenden til virksomhedsfondens disposition fuldt ud henlagdes. Ophævedes disse forudsætninger, og antoges det at de private ejere geninvesterede dividenden fuldt ud ($j = 1$) og at virksomhedsfonden forbrugte dividenden fuldt ud ($m = 0$), ville det antal år, der skulle forløbe inden en given egenkapitalandel blev nået, blive forøget. Forøgelsen ville være større jo mindre m blev (givet $j = 1$), og stort set uændret jo mindre j blev (givet $m = 1$).

Samtidig ville introduktionen af en positiv geninvesteringsprocent medføre en absolut set stærkere påvirkning af antal år ved relative ændringer i egenkapitalforrentningen. Ændringer som formentlig ikke ville være indeholdt i virksomhedens tidshorisont.

Såfremt emissionen foregik i fri tegning, ville de private virksomhedsejere kun kunne bremse stigningen i virksomhedsfondens egenkapitalandel, hvis det kunne sikres, at *hele* emissionen blev aftaget af *andre* kapitalindskydere end virksomhedsfond og fællesfond.

Det kan altså lade sig gøre for de private virksomhedsejere at *bremse* en stigning i virksomhedsfondens egenkapitalandel. Det vil imidlertid kræve kapitaltilførsel år for år, og det må da være et nærliggende spørgsmål for de nuværende virksomhedsejere, om man i det hele taget ønsker en virksomhedsfond etableret.

Det spørgsmål kan ikke besvares entydigt. En lang række kvantitative og kvalitative faktorer vil spille ind på den enkelte virksomhed. Virksomhedens størrelse, dennes kapitalbehov, en evt. omkostningsneutraliserende lønafdæmpning og tillidsforholdet arbejdsgiver- og lønmodtagerorganisationerne imellem kan tæn-

kes at udgøre nogle af de bestemmende faktorer.

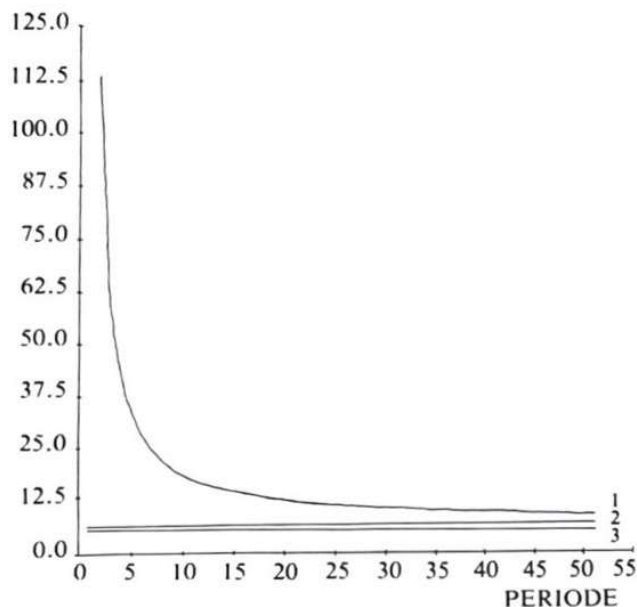
Det skal understreges, at der med aktieemissionen som potentiel modforanstaltning ikke er taget stilling til om *andre* foranstaltninger kunne tænkes at have en bremsende effekt på en virksomhedsfonds egenkapitalandel. I flæng skal nævnes divisionalisering af virksomheden, omdannelse af virksomheden til andre ejerformer og kapitalflugt.

Endelig skal også med, at bliver egenkapitalforrentningen negativ i nogle år udskydes det tidspunkt hvor en given (og evt. bestemmende) egenkapitalandel nås. Det samme gælder hvis egenkapitalforrentningen påvirkes *negativt* som følge af virksomhedsfondens etablering og udvikling. I beregningsmodellen er egenkapitalforrentningen forudsat konstant (og positiv) igennem hele perioden.

Litteratur

1. Lønmodtagernes medejendomsret: Rapport fra udvalget om lønmodtagernes medejendomsret. København 1978.
2. Beslutningsforslag nr. B12, fremsat den 4.12. 1979.

Bilag 1: Vækstrater i virksomhedsfond², privat kapital³ og egenkapital¹, (a, b, d, m) = (0.10, 0.10, 0.40, 1.00).



private ejerkapital, dvs. (VF_t/P_t) også skal være konstant.

Det skal derfor gælde, at vækstraten i P_t skal være lig 2. led i (3), altså

$$(4) \left(1 + \frac{g \Delta P}{P_t}\right) = \frac{((1 + b(1 - a)(1 - d(1 - \frac{1}{2}m))) + ab \frac{1}{1 - \frac{(P_t + g \Delta P)}{(E_t + \Delta P)}}}{(1 + b(1 - a)(1 - d))}$$

For de givne værdier af a, b, d, m, og givet

$$k_1 = (1 + b(1 - a)(1 - d(1 - \frac{1}{2}m)))$$

$$k_2 = (1 + b(1 - a)(1 - d))$$

$$k_3 = ab$$

$$\downarrow \left(1 + \frac{g \Delta P}{P_t}\right) = k_1 + k_3 \frac{1}{1 - \frac{(P_t + g \Delta P)}{(E_t + \Delta P)}} \frac{1}{k_2}$$

$$\downarrow \text{For } k_4 = \frac{k_1}{k_2}, k_5 = \frac{k_3}{k_2} \text{ og } g = 1$$

$$\downarrow \Delta P - k_5 \frac{P_t}{VF_t} = P_t (k_4 - 1)$$

$$\downarrow (5) \Delta P = P_t (k_4 - 1) + k_5 \frac{1}{\frac{VF_t}{P_t}}$$

Bilag 2: Beregning af den nødvendige aktieemission.

Virksomhedsfonden i tidspunktet $(t + 1)$ kan skrives som

$$(1) VF_{(t+1)} = VF_t \left(1 + ab \times \frac{1}{1 - \frac{(P_t + g \Delta P)}{(E_t + \Delta P)}} \frac{b(1 - a)(1 - d(1 - \frac{1}{2}m))}{(1 + b(1 - a)(1 - d))}\right),$$

og den private ejerkapital i tidspunkt $(t + 1)$ som

$$(2) P_{(t+1)} = (P_t + g \Delta P) (1 + (1 - a)(1 - d)b)$$

Af (1) og (2) følger, at

$$(3) \frac{VF_{(t+1)}}{P_{(t+1)}} = \frac{VF_t}{(P_t + g \Delta P)} \times \frac{(1 - ab + \frac{1}{1 - \frac{(P_t + g \Delta P)}{(E_t + \Delta P)}} + b(1 - a)(1 - d(1 - \frac{1}{2}m)))}{(1 + (1 - a)(1 - d)b)}$$

Heraf ses, at aktieemissionens nedadgående effekt på virksomhedsfondens andel modvirkes af udtrykkets 2. led, der altid vil være større end 1. Jo større d og m bliver jo større bliver hele brøken.

Hvis den private ejerkapital ønsker, at virksomhedsfondens egenkapitalandel ikke skal stige udover niveauet svarende til egenkapitalandelen *før* emissionen, dvs. (VF_t/E_t) , kan det beregnes hvor stor ΔP skal være for at sikre dette.

En konstant egenkapitalandel svarer til, at virksomhedsfondens andel af den