

# BØRSEN OG KAPITALMARKEDET

## BETÆNKNING I

AFGIVET AF HANDELSMINISTERIETS  
UDVALG TIL REVISION  
AF FONDSBØRSORDNINGEN



ex. 2

BETÆNKNING NR. 436

1967



# INDHOLDSFORTEGNELSE

|                                             |      |
|---------------------------------------------|------|
| INDLEDNING                                  | side |
| Kommissorium, udvalgsarbejde m.v. . . . . . | 7    |

## KAPITEL 1. SAMMENFATNING OG KONKLUSIONER

|                                                                            |    |
|----------------------------------------------------------------------------|----|
| I. <i>Børsen og kapitalmarkedet</i> . . . . .                              | 9  |
| 1. Børslovgivning og erhvervsstruktur                                      |    |
| 2. Børsens betydning for prisfastsættelse og omsætning på kapitalmarkedet  |    |
| 3. Den danske fondsbørs                                                    |    |
| 4. Lånemarkedet og Børsen                                                  |    |
| 5. Børsen og byerhvervenes finansiering. Aktiernes betydning               |    |
| 6. Øget aktieudbuds virkninger på obligationsmarkedet                      |    |
| II. <i>Sammenfatning af betænkningens efterfølgende kapitler</i> . . . . . | 12 |
| III. <i>Udvalgets forslag</i> . . . . .                                    | 15 |

## KAPITEL 2. DET DANSKE OBLIGATIONS- OG AKTIEMARKED

|                                                                 |    |
|-----------------------------------------------------------------|----|
| I. <i>Obligationsmarkedet</i>                                   |    |
| 1. Cirkulerende børsnoterede obligationer . . . . .             | 17 |
| 2. De cirkulerende obligationers placering . . . . .            | 20 |
| 3. Stigning i Obligationsmassen og dens placering . . . . .     | 21 |
| 4. De forskellige obligationsarters placering . . . . .         | 25 |
| II. <i>Aktiemarkedet</i>                                        |    |
| 1. Aktiekapitalernes udvikling . . . . .                        | 26 |
| 2. Stigningen i de samlede aktiekapitaler . . . . .             | 27 |
| 3. Reservefondsaktier . . . . .                                 | 28 |
| 4. Aktiekapitalernes betydning for de enkelte erhverv . . . . . | 29 |
| 5. Børsnoterede selskaber . . . . .                             | 31 |
| 6. Børsens omsætning med aktier . . . . .                       | 32 |

## KAPITEL 3. BØRSENS BETYDNING FOR ERHVERVSLIVET

|                                                                                     |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----|
| I. <i>Kapitalomlægningen og Børsen</i>                                              |    |
| 1. Opsparing og investering. Opsparingsoverskud . . . . .                           | 34 |
| 2. Kapitalomlægningen . . . . .                                                     | 36 |
| II. <i>Industriens kapitalbehov</i>                                                 |    |
| 1. Handelsministeriets undersøgelse vedrørende industriens kapitalforhold . . . . . | 37 |
| 2. Det statistiske grundlag . . . . .                                               | 37 |
| 3. Industriens opsparing og investering . . . . .                                   | 37 |

|                                                                 | Side |
|-----------------------------------------------------------------|------|
| 4. Industriens samlede kapitaltilførsel . . . . .               | 38   |
| 5. Industriens kapitaltilførsel via aktiemarkedet . . . . .     | 39   |
| 6. Industriens låntagning . . . . .                             | 40   |
| 7. Det fremtidige investeringsbehov. . . . .                    | 41   |
| 8. Det fremtidige kapitalbehov. . . . .                         | 42   |
| III. <i>Beskatningsforholdenes indvirkning på aktieudbuddet</i> |      |
| 1. Indledning . . . . .                                         | 42   |
| 2. Selskabsbeskatningen . . . . .                               | 43   |
| 3. Afskrivningsreglerne . . . . .                               | 45   |
| 4. Konklusion. . . . .                                          | 46   |
| IV. <i>Realkreditinstitutternes lånegrænser.</i> . . . .        | 46   |
| V. <i>Børsen og industrien (konklusion).</i> . . . .            | 47   |

## KAPITEL 4. BØRSEN OG PUBLIKUM

|                                                                                                                                         |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. <i>Forrentning for aktier</i>                                                                                                        |    |
| 1. Kursindex for aktier. . . . .                                                                                                        | 49 |
| 2. Aktieudbytte og formuestigning . . . . .                                                                                             | 50 |
| 3. Kursudvikling for forskellige brancher. . . . .                                                                                      | 52 |
| II. <i>Forrentning og kursudvikling for obligationer</i>                                                                                |    |
| 1. Indledende bemærkninger. . . . .                                                                                                     | 53 |
| 2. Rentestrukturen . . . . .                                                                                                            | 54 |
| 3. Lånerentens udvikling i Danmark og andre lande . . . . .                                                                             | 55 |
| 4. Forsøg på at påvise rentens bestemmelsesgrunde. . . . .                                                                              | 55 |
| 5. Træghedsfaktorer på obligationsmarkedet . . . . .                                                                                    | 56 |
| 6. Nationalbankens indflydelse . . . . .                                                                                                | 57 |
| 7. Kursforskelle for de forskellige obligationstyper. . . . .                                                                           | 58 |
| 8. Sammenfatning . . . . .                                                                                                              | 58 |
| III. <i>Beskatningen af aktionærer og obligationsejere</i>                                                                              |    |
| 1. Beskatnings- og afgiftsforholdenes samlede virkning . . . . .                                                                        | 58 |
| 2. De gældende regler for beskatning af aktionærer og obligationsejere ....                                                             | 58 |
| 3. Beskatning af indtægter fra obligationer og aktier. . . . .                                                                          | 59 |
| 4. 2-årsreglen . . . . .                                                                                                                | 60 |
| 5. Beskatning af investeringsforeninger. . . . .                                                                                        | 60 |
| 6. Konkluderende bemærkninger vedrørende beskatningen af aktionærer og obligationsejere. . . . .                                        | 61 |
| 7. Afgifter ved emission og handel med børsnoterede papirer. . . . .                                                                    | 62 |
| IV. <i>Oplysning vedrørende Børsen og de noterede selskaber</i>                                                                         |    |
| 1. Oplysninger vedr. udenlandske børser forhold til offentligheden. . . . .                                                             | 62 |
| 2. De noterede selskabers oplysningspligt over for udenlandske børser ....                                                              | 63 |
| 3. Udvalgets indstilling vedrørende Børsens oplysningsvirksomhed. . . . .                                                               | 63 |
| 4. De noterede selskabers og institutters oplysningspligt . . . . .                                                                     | 64 |
| V. <i>Bestemmelser og praksis vedrørende anbringelse af umyndiges midler og forskellige institutioners anskaffelser af værdipapirer</i> |    |
| 1. Umyndiges midler m.v. . . . .                                                                                                        | 66 |
| 2. Livsforsikringselskabernes reserver. . . . .                                                                                         | 68 |
| 3. Andre anbringelsesregler. . . . .                                                                                                    | 68 |
| 4. Konklusion . . . . .                                                                                                                 | 69 |



## KAPITEL 5. FORHOLDET TIL KAPITALMARKEDET I UDLANDET

|                                                                                               |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| I. Oplysninger om værdipapirmarkedet i forskellige lande. . . . .                             | 70 |
| II. Reglerne for overførsel af kapital til og fra udlandet                                    |    |
| 1. Udvalgets opgaver. . . . .                                                                 | 71 |
| 2. OECDs kapitalkode . . . . .                                                                | 71 |
| 3. Andre landes kapitalrestriktioner og de danske restriktioner. . . . .                      | 73 |
| III. Liberaliseringens virkning på kapitalmarkedet                                            |    |
| 1. Virkninger på kapitalmarkedet i almindelighed . . . . .                                    | 76 |
| 2. Virkningen på obligationsmarkedet . . . . .                                                | 77 |
| 3. Problemer vedrørende liberalisering af handlen med aktier. . . . .                         | 79 |
| 4. Danmarks udenrigsomsætning med aktier og udenlandske investeringer i Danmark . . . . .     | 79 |
| 5. Virkningen af en eventuel frigivelse af handlen med aktier. . . . .                        | 80 |
| 6. Mulighederne for varetagelse af danske interesser. . . . .                                 | 83 |
| 7. Notering af udenlandske værdipapirer i Danmark og danske værdipapirer i udlandet . . . . . | 84 |

## BILAG TIL BETÆNKNINGEN

|                                                                                                                                           |  |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|
| Bilag A. Industriens kapital- og finansieringsforhold                                                                                     |  |
| - B. Redegørelse vedrørende beskatningsforhold                                                                                            |  |
| - C. Sammenligning mellem beregnet kursudvikling 1954-1964 og udvikling i aktieindex                                                      |  |
| - D. Udvikling i obligationsudstedelse og obligationsrente                                                                                |  |
| - E. Obligationsrente samt udstedelse og omsætning af obligationer                                                                        |  |
| - F. Meddelelse fra Københavns Fondsbørs til de noterede selskaber                                                                        |  |
| - G. Resolution fra Den Internationale Sammenslutning af Fondsbørser vedrørende børsernes og de noterede selskabers oplysningsvirksomhed. |  |
| - H. Fortegnelse over internationale kapitalbevægelser og deres placering i OECD's kapitalkode                                            |  |



## Indledning

Handelsministeriet nedsatte den 10. april 1963 et udvalg til revision af den gældende fondsbørsordning.

Udvalgets kommissorium fik følgende ordlyd:

»Udvalget har til opgave at gennemgå den i henhold til lov nr. 80 af 19. marts 1930 bestående fondsbørsordning og på baggrund af den siden gennemførelsen af denne ordning stedfundne udvikling i erhvervsforholdene, herunder erhvervslivets stadigt voksende investeringsbehov, i fornødent omfang fremkomme med forslag til en ændret lovgivning og andre nødvendige bestemmelser om afholdelse af fondsbørs og dennes forhold i øvrigt. Udvalget må herved have for øje, at fondsbørsens virksomhed tilrettelægges således, at der herigennem bidrages bedst muligt til tilvejebringelsen af gunstige vilkår for kapitalanbringelse i værdipapirer til fremme af erhvervslivets finansiering, ligesom udvalget i sine overvejelser herom vil kunne inddrage sådanne forhold i øvrigt, som udvalget skønner er af særlig betydning for kapitalmarkedets funktion. Det forudsættes, at udvalget lader hensynet til muligheden af friere kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet indgå i sine overvejelser.«

Højesteretsdommer P. Hermann og professor, dr. polit. P. Nørregaard Rasmussen udnævntes henholdsvis til formand og næstformand for udvalget, der i øvrigt fik følgende sammensætning:

Direktør F. Sunesen, udpeget af Danmarks Nationalbank;  
direktør Henning Hoffmann, udpeget af Danske Bankers Fællesrepræsentation;  
vekselerer Palle Palsby samt  
vekselerer S. A. Jensen, begge udpeget af Repræsentantskabet for Fondsbørsens medlemmer;  
grosserer Chr. Saugman, udpeget af Grosserer Societetets Komité;  
direktør Ole Simonsen, udpeget af Industrirådet;

direktør Poul Valeur, udpeget af Kreditforeningernes og Hypotekforeningernes stående Fællesudvalg;

direktør Viggo Nørby, Byggeriets Realkreditfond;

direktør G. Schmidt Laursen, udpeget af Arbejderbevægelsens Erhvervsråd;

bankinspektør A. Eken, formand for bestyrelsen for Københavns Fondsbørs;

afdelingschef P. Bjørn Olsen, udpeget af Finansministeriet;

kontorchef G. Backhaus, udpeget af Handelsministeriet.

I den forløbne tid er følgende medlemmer indtrådt af udvalget: Direktør Henning Hoffmann, grosserer Chr. Saugman, bankinspektør A. Eken og afdelingschef P. Bjørn Olsen, og i deres sted er indtrådt: Direktør Johannes Green, grosserer Victor B. Strand, formand for bestyrelsen for Københavns Fondsbørs, direktør for Bank- og Sparekassetilsynet E. Sveinbjørnsson samt afdelingschef K. O. Bredahl.

Ekspeditionssekretær K. Skjødt og ekspeditionssekretær T. Hiort-Lorenzen, begge Handelsministeriet, har virket som udvalgets sekretærer.

Allerede ved udvalgets nedsættelse var det klart, at arbejdet med løsning af de stillede opgaver måtte falde i to adskilte områder, nemlig arbejdet med de juridisk-tekniske problemer i forbindelse med udformning af forslag til ændret fondsbørslovgivning og ændrede vedtægter for Fondsbørsen og den side af udvalgets opgaver, der angår de mere generelle økonomiske spørgsmål i forbindelse med Børsens betydning for værdipapirmarkedet og de hermed sammenhængende spørgsmål vedrørende erhvervslivets finansiering.

I udvalget har man taget konsekvensen heraf og nedsat to underudvalg, der sideløbende har arbejdet med henholdsvis de juridisk-tekniske problemer vedrørende børslovgivning m.v. og med kapitalmarkedets problemerne, herunder også det i kommissoriet omtalte spørgsmål vedrørende konsekvenserne af friere kapitalbevæ-

gelser mellem Danmark og udlandet. Spørgsmål vedrørende Fondsbørsens forhold til publikum og de noterede selskabers og institutters oplysningspligt over for Fondsbørsen henlagdes ligeledes under det sidstnævnte underudvalg.

Professor, dr. polit. P. Nørregaard Rasmussen upegedes til formand for nævnte underudvalg, der i øvrigt fik følgende sammensætning: Direktør F. Sunesen, direktør Johannes Green (oprindeligt direktør Henning Hoffmann), vekselerer Palle Palsby (med vekselerer S. A. Jensen som suppleant), direktør Ole Simonsen, direktør Viggo Nørby, direktør G. Schmidt Laursen samt afdelingschef K. O. Bredahl (oprindeligt afdelingschef P. Bjørn Olsen) I underudvalgets møder har endvidere deltaget vekselerer Henrik Henriques, kontorchef G. Backhaus og underdirektør H. Paaschburg, Privatbanken. Ekepeditionssekretær T. Hiort-Lorenzen har virket som sekretær for denne del af udvalgets arbejde.

Undervalget har i 1964-1966 afholdt 26 møder og udarbejdet nærværende betænkning, der er tiltrådt af udvalgets plenarforsamling.

Medens der endnu henstår en række spørgsmål vedrørende udvalgets arbejde med udarbejdelsen af forslag til børslovgivning m.v., så-

ledes at udvalgets betænkning og lovforslag herom først vil kunne foreligge om et stykke tid, har drøftelserne vedrørende kapitalmarkedsproblemerne kunnet afsluttes i løbet af efteråret 1966, hvorfor udvalget har fundet det hensigtsmæssigt at forelægge resultatet af dette arbejde som en delbetænkning.

Når man har valgt denne fremgangsmåde i stedet for at afvente løsningen af samtlige de opgaver, der er stillet udvalget, skyldes dette dels, at der i nærværende betækningsafsnit er stillet forslag til foranstaltninger, der ikke direkte vedrører børslovgivningen og derfor ikke behøver at afvente udformningen af lovforslaget herom, dels at man har fundet, at betækningsafsnittet foruden at give baggrund for forslag til eventuelle ændringer af børslovgivningen tillige har selvstændig værdi ved at give en forholdsvis kortfattet og ajourført skildring af væsentlige sider af danske kapitalmarkedsforhold, som kan være af almindelig og aktuel interesse, ikke mindst under hensyn til de strukturændringer, dansk erhvervsliv for tiden undergår. Udvalget har da også hæftet sig mere ved de tendenser, der må antages at gøre sig gældende på det danske kapitalmarked end ved beskrivelser af områder, der allerede fungerer hensigtsmæssigt.

*København i december 1966.*

**G. Backhaus.**

**P. Hermann,**

(formand)

**P. Nørregård Rasmussen,**

(næstformand)

**Ole Simonsen.**

**E. Sveinbjørnsson.**

**K. O. Bredahl.**

**S. A. Jensen.**

**Palle Palsby.**

**Victor B. Strand.**

**P. Valeur.**

**Johannes Green.**

**Viggo Nørby.**

**G. Schmidt Laursen.**

**Frede Sunesen.**

*T. Hiort-Lorenzen.*

## KAPITEL 1

# Sammenfatning og konklusioner

### I. Børsen og kapitalmarkedet.

1. Børslovgivningen er hovedsagelig en lovgivning vedrørende de juridisk-tekniske problemer om Fondsbørsens organisation og funktion. Den gældende lovgivning og de dertil knyttede børsregler er udformet på et tidspunkt, hvor det danske samfunds økonomiske struktur var højst forskellig fra strukturen i dag. De udviklingslinjer, der tegner sig fremover, accentuerer yderligere denne afstand. Det har derfor været naturligt, at man i forbindelse med en revision af fondsbørslovgivningen ikke alene tager hensyn til det helt nærliggende behov for revision af de former, hvorunder Børsen fungerer, men tillige søger at klargøre sig Børsens rolle for samfundsøkonomien i videre forstand under hensyntagen til efterkrigsårenes strukturmæssige ændringer.

Børsen er kun i kontakt med en del af det danske kapitalmarked. Med den mere eller mindre snævre sammenhæng, der er mellem kapitalmarkedets forskellige delmarkeder, og med den vidtrækkende betydning, kapitalmarkedsforhold har for erhvervsforhold i det hele taget, har det været naturligt - således som det også var forudset i udvalgets kommissorium - at udvalget i sine drøftelser af Børsens betydning for kapitalmarkedet er kommet ind på spørgsmål af betydning for kapitalmarkedets funktion og erhvervslivets finansiering, som kun indirekte har forbindelse med udvalgets umiddelbare opgave: at give forslag til lovbestemmelser og vedægter vedrørende Børsens organisation og funktioner.

2. Et kapitalmarked er et marked på hvilket der omsættes fordringer (som f.eks. obligationer) og/eller ejerandelsbeviser (som f.eks. aktier). Kapitalmarkedet opfattet i videste forstand omfatter endvidere bl.a. indskud og lån i pengeinstitutter, køb og salg af pantebreve, tegning af livsforsikringer, kommercielle kreditter m.v. Kapitalmarkedet består således af en mangfoldighed af delmarkeder. Mellem de enkelte dele af dette marked kan der være

snævre forbindelser, men der kan lige så vel være meget svag eller måske slet ingen forbindelse.

Værdipapirmarkedet er en del af det almindelige kapitalmarked, og Børsen er stedet, hvor prisen på en del af kapitalmarkedets mangfoldige effekter fastsættes. Den samlede omsætning på Børsen i 1965 udgjorde 2,5 mldr. kr. Det er dog kun en mindre del af den samlede omsætning af obligationer og aktier, som finder sted på Børsen. Den del af den samlede obligationsomsætning, som finder sted på Børsen, varierer meget efter forholdene på markedet. Noget lignende gælder omsætningen med aktier. Børsens betydning for kapitalmarkedet skal dog ikke måles ved omsætningen på Børsen, idet den væsentlige del af kapitalmarkedets omsætning, som ligger uden for Børsen, sker på basis af de priser, der registreres på Børsen.

3. På den danske fondsbørs omsættes obligationer, d.v.s. langfristede eller kortfristede fordringer, f.eks. statsobligationer og obligationer med sikkerhed i fast ejendom, og aktier, d.v.s. ejerandelsbeviser. Køb og salg finder sted til øjeblikkelig levering.

Udviklingen af den danske børs frem mod en ren fondsbørs fandt især sted i løbet af det 19. århundrede, hvor Børsen kom til at spille en toneangivende rolle for realkreditlen. Realkreditobligationer blev på det tidspunkt og er i dag den vigtigste faktor i finansieringen af bolig- og landbrugsbyggeri, og Børsen er ganske afgørende for prisfastsættelsen på disse områder. I perioder har Børsen tillige spillet en væsentlig rolle ved prisfastsættelse af (indenlandske) lån til stat og kommuner samt de koncessionerede selskaber. Endvidere har Børsen løbende medvirket ved prisfastsættelse på kapitaltilførslen i form af aktier, andele eller obligationer til de øvrige, kapitalkrævende erhverv, herunder industrien.

Det er karakteristisk for det danske kapitalmarked og for den danske fondsbørs, at den er stærkt domineret af obligationer. Af den sam-

lede værdi af børsnoterede papirer i 1965 på over 33 mldr. kr. (opgjort efter kursværdi) udgjorde fast forrentede papirer således ca. 80 pct., hvor de tilsvarende tal for børserne i London og Paris var ca. 35 pct. Endnu mere dominerende er obligationerne for omsætningen. Af den samlede omsætning på Københavns Børs i 1965 androg handlen med obligationer 90 pct. regnet efter kursværdi. På Londons Børs udgør kortfristede statspapirer formentlig ca. halvdelen af omsætningen, aktier ca. 20 pct. og obligationer ca. 30 pct. Af omsætningen på Stockholms Børs i 1964 var 87 pct. aktier og kun 13 pct. obligationer.

Når Obligationsmassen i Danmark er kommet til at dominere såvel blandt de børsnoterede papirer som i børnsomsætningen, kan dette formentlig forklares ved henvisning til,

(7) at man med heldig hånd fik de institutionelle rammer omkring realkreditte opbygget på et tidligt tidspunkt. Det danske realkreditsystem, karakteriseret ved en kollektivisering af realkreditens sikkerhedsstilling, hvorved man fik grundlag for udsendelse af en ensartet fordringsmasse (realkreditinstitutternes obligationer), er i sin udbredelse og hele placering i vort økonomiske liv noget temmeligt enestående. Dette system (kombineret med den frie emissionsret) må i sig selv føre til en usædvanlig dominans af obligationer i børnsomsætningen. Det for Danmark særlige system, hvorefter udbetaling af lån i vidt omfang finder sted i kasseobligationer, som det overlades til låntagerne at realisere, har også forøget Børsens betydning.

(2) Landbruget, der netop er velegnet for et realkreditsystem af denne karakter (mange ensartede virksomheder, alle drevet på grundlag af fast ejendom) udvikles væsentligt stærkere og på et tidligere tidspunkt her end i andre lande.

(3) Den industrielle udvikling her i landet satte ganske vist ind i sidste århundrede, men fik ikke samme relative betydning som i en række andre lande. Op til 2. verdenskrig blev Danmark - ikke uden grund - betragtet som et »landbrugsland«.

Når man tager i betragtning, at den danske erhvervsstruktur gennem dette århundrede, men ganske særligt gennem de sidste 15 år, har æn-

dret sig på afgørende måde, er det for så vidt forbavsende, at aktiemarkedet ikke har udviklet sig som i andre lande. Man kan her nøjes med at henvise til den stærke både absolutte og relative vækst, man i efterkrigsårene har oplevet i byerhvervene. Disse stærke ændringer i erhvervsstrukturen har indtil nu ikke ført til afgørende ændringer på Børsen. Under hensyntagen til fondsbørsernes placering i andre lande rejser det spørgsmål sig, om der fortsat kan ventes en voksende afstand mellem erhvervsstrukturens udvikling og det dermed sammenhængende finansieringsbehov på den ene side og Børsens andel i formidlingen af dette behov på den anden side. Hvis det antages, at de nye kapitalbehov vil aktivisere Børsen, kan dette stille nye krav til Børsens funktioner. Eksempler kan her være en stærk forøgelse af aktiematerialet, som Børsen skal fastsætte kursen på, eller af industriobligationer eller måske endog skabelse af nye finansieringsformer.

Det må herunder erindres, at netop en børs synes velegnet til bestemmelse af markedsprisen for f.eks. aktier, idet der her er tale om risikobetonede effekter og andele i erhvervsvirksomheder med varierende afkastning, hvor besiddelsen af sådanne andele giver mulighed for ved stemmeret at øve indflydelse på de pågældende virksomheders drift og fremtidige indtjenings- og udbyttepolitik. For såvel andele af denne karakter som for industriobligationer eller lignende fordringer er det indlysende, at prisfastsættelsen må bero på et skøn, hvor prisen på det ene papir ikke behøver at følge prisen på tilsvarende papirer. En rimelig prisfastsættelse vil derfor i høj grad være afhængig af et offentligt marked, hvor såvel udbydere som efterspørgere er repræsenteret.

Det almindelige billede af børshandel i de forskellige lande er da også som allerede nævnt, at aktierne er af overvejende betydning. På visse udenlandske børser spiller også fastforrentede papirer en betydelig rolle omend mindre end aktiernes. Ofte viser det sig imidlertid, at hovedparten af de fastforrentede papirer er industriobligationer, hvis forrentning ganske vist ligger fast, men hvis sikkerhed kan være genstand for forskellig vurdering og i væsentligt omfang vil være afhængig af den pågældende virksomheds trivsel og ledelse.

4. Det ligger i ovennævnte, at i udlandet er børsernes betydning for lånemarkedet stærkt begrænsede. Disse børser afspejler derfor kun i

forholdsvis ringe grad udbud og efterspørgsel efter lånekapital i de pågældende lande, men omvendt har børstbestemt prisfastsættelse på lånekapital og børstbestemt lånerente i Danmark et væsentlige større omfang end i de andre lande. Virkningerne af dette forhold forstærkes yderligere ved — men er også delvis betinget af — at der ikke i Danmark som i mange andre lande har været offentlig kontrol med emissioner. Først i juni 1965 har man ved aftaler mellem Nationalbanken og realkreditinstitutterne gennemført begrænsninger af realkreditinstitutternes lånetilsagn med deraf — på et senere tidspunkt — følgende begrænsninger i emissionerne.

Det er åbent spørgsmål, i hvilket omfang den specielle danske struktur er med til at forklare den forskel mellem den danske og udlandets obligationsrente, som gennem de sidste år har vist sig. Endelig bør fremhæves, at det danske kapitalmarked i vidt omfang er afspærret fra andre landes kapitalmarked.

5. Som nærmere omtalt i de følgende afsnit må det ventes, at byerhvervene, herunder ikke mindst industrien, vil have et betydeligt og stigende kapitalbehov fremover, såfremt fortsat økonomisk vækst skal være mulig. Kapitalgrundlaget for de senere års betydelige vækst i byerhvervenes produktion og investeringer er for den altovervejende del tilvejebragt uden Børsens medvirken, bl.a. gennem selvfinansiering og privates direkte anbringelser i lukkede aktieselskaber. Forretningsbankernes udlån spiller en vigtig rolle for erhvervslivets finansiering, og på mere afgrænsede områder har udenlandske investeringer bidraget til erhvervslivets kapitaltilførsel. Kun en mindre — omend stigende — del af byerhvervenes finansiering er sket via obligationsudstedelse. Det er sandsynligt, at udviklingen og konkurrenceforholdene kan medføre, at bl.a. industriens muligheder for selvfinansiering ikke kan holde trit med kapitalbehovet, og at forholdsvis stærkere forøgelse af kapitaltilførselen vil stille øgede krav til de hidtidige finansieringskilder og til udvikling af nye. Det organiserede aktiemarked som finansieringskilde af større betydning er således én blandt mange andre tænkelige løsninger.

Udvalget har drøftet mulighederne for, at Børsen kommer til at spille en større rolle for erhvervslivets finansiering ved, at virksomhederne i højere grad end hidtil vil benytte det organiserede aktiemarked. Forskellige synspunkter

kan fremføres, som er nærmere behandlet i de følgende afsnit, både med hensyn til baggrunden for de hidtil herskende forhold for erhvervslivets kapitalforsyning og med hensyn til udsigterne til og behovet for en ændring.

Det er herunder fremhævet som et væsentligt — og antagelig fortsat virkende — moment, at virksomhedernes ledelser vil være tilbageholdende med hensyn til aktieudvidelser, der kan føre til, at andre kan opnå kontrol over de pågældende virksomheder. Andre forhold, der har lige så stor betydning i denne forbindelse, herunder specielt skatteforhold og visse institutionelle og traditionsbestemte forhold, er ligeledes behandlet. Der kan tillige henvises til, at de traditionelle kanaler for erhvervsfinansiering her i landet, herunder ikke mindst forretningsbankernes udlån, faktisk har givet grundlag både for betydelig vækst og fornyelse i dansk erhvervsliv. Ud fra disse synspunkter er væsentlig forøgelse af aktiemarkedet således hverken sandsynlig eller påkrævet.

På den anden side vil kunne hævdes, at større tilgang af risikovillig kapital kan være af betydning for erhvervslivets fortsatte vækst og en smidig tilpasning til fremtidige konkurrenceforhold. Der kan endvidere fremføres, at det kommende generationsskifte i mange nyere virksomheder efterhånden vil føre til omdannelse af et stigende antal lukkede selskaber, til selskaber hvis aktier noteres på Børsen. Man kan yderligere gøre gældende, at nyere undersøgelser tyder på en ganske stærk vækst i lønmodtagernes opsparing, og at større udbredelse af aktier kunne føre til, at det danske publikum på samme måde som i udlandet over en bred front kom til at deltage direkte i erhvervslivets finansiering, udbytte og formuestigning.

Uanset hvilke synspunkter der bør tillægges størst vægt, har der i udvalget været enighed om, at muligheden for, at Børsen kan spille en større rolle for erhvervslivets finansiering bør holdes åben, hvorfor Børsens organisation må være således indrettet, at f.eks. en betydelig forøgelse i notering og omsætning af aktier rent praktisk lader sig gennemføre. Der er enighed om, at dette stort set vil være muligt inden for Børsens nuværende rammer, omend visse ændringer foreslås, jfr. de følgende afsnit. Det er muligt, at en stærk forøgelse af Børsens aktiematerialer vil føre til, at der på Børsen gradvis vil ske en vis specialisering, ligesom på børser i andre lande. Det sekretariat, som er foreslået af udvalget, vil her kunne få stor betydning bl.a.

ved at fremskaffe ensartede og fyldige oplysninger om nye selskaber.

Der er endvidere enighed om, at Børsens betydning for erhvervslivet ikke bør begrænses på grund af manglende kendskab til Børsens og værdipapirmarkedets forhold eller manglende oplysning om de noterede selskaber og institutioner. Spørgsmålet om Børsens oplysningsvirksomhed og tilvejebringelse af det materiale, der skal danne grundlag herfor, har derfor indtaget en central plads i udvalgets drøftelser.

Medens der, som det fremgår af det ovenomtalte, hersker betydelig usikkerhed med hensyn til, i hvilket omfang og med hvilken hast udbuddet på det organiserede aktiemarked vil vokse fremover, synes der at herske mindre tvivl med hensyn til efterspørgselssiden. Forløbet af de senere års aktieemissioner og ikke mindst de i disse år opståede aktieejerforeningers stærke vækst gør det sandsynligt, at markedet - eventuelt støttet af et oplysningsarbejde fra Børsens side — ville kunne optage selv en forholdsvis betydelig forøgelse af aktiematerialet.

6. Såfremt man kan vente, at byerhvervene fremover i højere grad vil søge sine finansierungsbehov løst via aktiemarkedet, rejser der sig imidlertid det spørgsmål, om dette ikke indebærer en belastning for obligationsmarkedet. Hertil er for det første at sige, at selv en forholdsvis betydelig forøgelse af aktieudbuddet vil være af ringe vægt i forhold til obligationsudbuddet og derfor ikke stærkt udslagsgivende. For det andet vil en udvidelse af Børsens område under alle omstændigheder ske langsomt.

Der kan i denne forbindelse mindes om, at der i de sidste år er sket en sådan stigning i udbuddet af obligationer, at man blot for få år siden ville have betragtet det som umuligt at udbyde en sådan mængde uden fuldstændig kursammenbrud. Kursværdien af nettotilgangen i den cirkulerende Obligationsmasse med fradrag af Nationalbankens nettokøb er steget fra knap 1 milliard kr. i 1958 til over 3 milliarder kr. i 1965. Kapitalmarkedet har således vist en betydelig fleksibilitet ved at kunne absorbere denne store stigning.

Ved overvejelserne over, i hvilket omfang en forøget finansiering af industrien og andre byerhverv via Børsen kan tænkes at føre til yderligere, betænkelige fald i obligationskurserne, må det tages i betragtning, at såfremt man har lagt sig fast på et givet - i vidt omfang politisk

bestemt - investeringsniveau, skal dette under alle omstændigheder finansieres på en eller anden måde. Såfremt den samlede opsparing er uafhængig af, hvorledes investeringerne finansieres - hvilket næppe gælder fuldstændigt - bliver spørgsmålet da alene, hvorvidt en finansiering over aktiemarkedet vil ramme obligationsmarkedet så meget stærkere end andre former for finansiering, at det må frarådes at søge denne udvej.

Uden at redegøre for de mange forskellige forhold, der her måtte tages i betragtning for til bunds at analysere spørgsmålet, er det udvalgets almindelige opfattelse, at man ingenlunde tør fraråde en øget anvendelse af aktiefinansiering af hensyn til obligationsmarkedet. Fra kredit- og hypotekforeningernes repræsentant i udvalget er det dog anført, at en væsentlig forøgelse af aktieemissionerne og større udbredelse af interessen for investering i aktier kan få så megen betydning for efterspørgslen efter obligationer, at det vil påvirke kurserne på disse.

## II. Sammenfatning af betænkningens efterfølgende kapitler.

I de følgende 4 kapitler har man forsøgt at give en oversigt over obligations- og aktiemarkedet, Børsens betydning for erhvervslivet (betraktet som udbydere af Børsens materiale) og for publikum (betraktet som efterspørgere efter Børsens materiale) samt forholdet mellem det danske kapitalmarked og udlandet.

I *kapitel 2* er givet en beskrivelse af det danske obligations- og aktiemarked belyst ved en række statistiske oplysninger. Man har illustreret den stærke vækst i obligationsudstedelsen, som har ført til, at den cirkulerende obligationsmasse steg fra 14 mldr. kr. ultimo 1954 over 19 mldr. kr. i 1959 til 41 mldr. kr. ultimo 1965 (nom. værdi). Stigningen har således været særlig kraftig i de seneste år. Således androg stigningen i den cirkulerende Obligationsmasse 0,6 mldr. kr. i 1955 og 1,4 mldr. kr. i 1959, medens der i 1965 har været en tilvækst i obligationsmassens nominelle værdi på ikke mindre end 7 mldr. kr. Obligationstilvækstens forhold til byggevirkomheden er belyst. Bl.a. fremgår det, at medens tilvæksten i realkreditinstitutternes obligationer efter markedsværdi samt statslån til boligbyggeri i midten af 1950'erne modsvarede tre fjerdedele af de samlede private investeringer i byggeri, har obligationstilvæksten i 1965 været af samme størrelse som det sam-



lede byggeris værdi. De seneste års forøgelse af obligationslån til byerhvervenes finansiering, bl.a. i form af tillægslån, er omtalt. Der er endvidere givet oplysninger om obligationernes placering og udviklingen i de forskellige institutioners og publikums køb af obligationer.

Markedets forsyning med obligationer, forstået som kursværdien af obligationsmassens stigning bortset fra Nationalbankens køb, udviser ganske vist også stærk stigning, men udviklingen har bevæget sig i ryk fra 5—600 mill. kr. årligt i 1956 og 1957 over ca. 1100 mill. kr. årligt både i 1959 og 1960 og 17-1800 mill. kr. årligt i 1961 og 1962. I de seneste år er kursværdien af obligationsmassens stigning yderligere øget til ca. 2800 mill. kr. i 1963, ca. 2900 mill. kr. i 1964 og ca. 3300 mill. kr. i 1965. Ved bedømmelsen af tallene må erindres, at udbuddet på markedet foruden at påvirkes af nettotilgangen af nye obligationer også påvirkes af forskydninger i den eksisterende obligationsmasse, herunder den takt, hvormed obligationer hidrørende fra forhåndslån ved nybyggeri realiseres.

For aktiemarkedet er givet tilsvarende oplysninger. De nominelle værdier af aktiekapitalerne er steget fra 4 mldr. kr. ultimo 1953 over 6 mldr. kr. ultimo 1959 til ca. 10 mldr. kr. ultimo 1965. Tilvæksten, som i midten af 1950'erne var ca. 200 mill. kr. årlig, er nu 700-900 mill. kr. årligt. Aktiekapitalernes kursværdi anslås til at være steget fra ca. 7 mldr. kr. i 1953 til ca. 26 mldr. kr. i dag. For vurderingen af aktieemissionens betydning for erhvervslivets finansiering må det tages i betragtning, at kun to tredjedele af stigningen i de nominelle værdier kan henføres til egentlige emissioner, medens resten hidrører fra overførsel af egenkapital i forbindelse med enkeltmandsvirksomheders overgang til aktieselskabsformen eller fra udstedelse af reservefondsaktier, som er særligt omtalt. Ca. 60 pct. af de ca. 15.000 eksisterende aktieselskaber (ca. 50 pct. af aktiekapitalerne) er imidlertid lukkede selskaber, og af de resterende selskaber handles kun 266 (ca. 30 pct. af samtlige aktiekapitaler) på Børsen og Efterbørsen. Emissioner af børsnoterede aktier - ca. 570 mill. kr. i årene 1959-1963 - er derfor kun af meget begrænset betydning for erhvervslivets finansiering. Specielt for industrien kan det anslås, at kun ca. én procent af industriens samlede kapitaltilførsel i form af egenopsparing og gældsættelse i de senere år hidrører fra emission af børsnoterede aktier

*Kapitel 3* beskæftiger sig med Børsens betydning for erhvervslivet. Med udgangspunkt i de foreliggende oplysninger om de private investeringer og den private opsparing har man søgt at illustrere den omlægning af kapital, der finder sted fra den private opsparing til de erhvervsmæssige områder, hvis investeringer overstiger deres egen opsparing. For at illustrere Børsens betydning for denne omlægning har man søgt at vise, i hvilken grad denne omlægning hidtil er sket over værdipapirmarkedet. Man har fundet, at der i de senere år er sket en mærkbar ændring i kapitalmarkedets struktur, der har betydet, at finansiering af erhvervsmæssige investeringer bliver endemålet for kapitalomlægningen i en ganske anden grad end tidligere. Hidtil har Børsens rolle herfor kun været begrænset, omend stigende, men udviklingen tyder på, at der vil være behov for nye kanaler for kapitalomlægningen, herunder behov for at lede lønmodtagernes opsparing frem til de kapitalsøgende erhverv, i hvilken forbindelse Børsen vil kunne få øget betydning.

Endvidere er omtalt en undersøgelse, der i Handelsministeriet er foretaget vedrørende industriens kapitalforhold. Undersøgelsen konkluderer i, at den fortsatte industrielle vækst vil stille så betydelige krav til forøgelse af industriens produktivitet og konkurrencedygtighed, at fortsat stigende investeringer vil være nødvendige, og at øget tilførsel af kapital til industrien vil være en forudsætning for at kunne fastholde de senere års industrielle udvikling.

Udvalget har endvidere drøftet, i hvilken grad skatteforhold kan tænkes at indvirke på erhvervslivets finansiering, herunder specielt industriens valg mellem investering finansieret af egen opsparing, ved lån eller ved aktieemission. Udvalget er kommet til det resultat, at den dobbeltbeskatning, der finder sted ved, at den del af selskabsfortjenesten, som udloddes til aktionærene, bliver indkomstbeskattet, samtidig med at aktionærene må svare indkomstskat af udbytter, i modsætning til beskatning ved lån, for hvilke renterne kan fradrages ved selskabernes skattepligtige indkomst, virker hæmmende på erhvervenes tilbøjelighed til finansiering over aktiemarkedet. Forskellen mellem omkostningen ved aktieudvidelse og omkostningen ved låntagningen ville antagelig som oftest kunne elimineres ved emission til overkurs; men dansk tradition og usikkerhed overfor mulige indgreb og ændringer i skatteforhold m.v. har medført, at emission til overkurs er sjælden.

Udvalget har endvidere drøftet industriens indstilling til øget finansiering via aktiemarkedet og fundet det sandsynligt, at en række af de forhold, som har gjort en stor del af industrien mindre interesseret i aktiemarkedet, efterhånden vil få mindre vægt, når de mange nyere industrivirksomheder udbygges, og der finder generationsskifte sted.

/ *kapitel 4* er Børsens forhold til publikum og værdipapirmarkedets efterspørgselsside nærmere behandlet. Udvalget har herunder bemærket sig de oplysninger om aktiernes gennemsnitlige afkastning i form af udbytter og kursændringer (incl. korrektioner for aktieudvidelser) i den sidste halve snes år, som fremgår af en undersøgelse, det af Handelsministeriet nedsatte Udvalg vedrørende Investeringsvirksomheder har foretaget. Det fremgår heraf, at investering i aktier i en årrække har vist sig at give en betydelig forrentning, der ligger væsentligt over, hvad der kan opnås ved de fleste andre opsparingsformer, uden at det herved er muligt at vurdere, hvorvidt dette også vil blive tilfældet i fremtiden.

Kursfastsættelsen for obligationer på Børsen, som er en af de vigtigste faktorer på det danske kapitalmarked, er søgt belyst i et særligt afsnit. På det danske kapitalmarked udviser den effektive forrentning for obligationer bevægelser, der i styrke og på kort sigt afviger i betydelig grad fra udviklingen i pengeinstitutternes udlånsrente, hvilket må ses i forbindelse med, at det danske realkreditsystem sammenholdt med forrentningsbankernes likviditetsforhold medfører, at ændringer i efterspørgslen efter kapital i særlig grad påvirker obligationsudbuddet. Der omtales en række forhold, som øver indflydelse på obligationskurserne og dermed på renteniveauet her i landet, herunder nogle af de strukturelle forhold på det danske kapitalmarked, der giver en tilbøjelighed til, at den børsbestemte rente kommer til at ligge på et højt niveau. Den samlede økonomiske politik, herunder Nationalbankens politik, har naturligvis en afgørende indflydelse på obligationsrenten. Da kursfastsættelsen på Børsen registrerer Børsens forventninger om den fremtidige kursudvikling, vil Nationalbankens mulighed for at øve indflydelse på disse forventninger i mange tilfælde bero på, i hvilken grad dens bestræbelser støttes af den økonomiske politik i øvrigt.

Kursfastsættelsen for det store antal børsnoterede obligationer under hensyn til sikkerhed,

rentefod, løbetid, konverteringsrisiko m.v. er Børsens vigtigste funktion, uden hvilken det danske realkreditsystem ikke kunne fungere.

Udvalget har endvidere drøftet beskatning af aktionærer og obligationsejere og fundet, at indtægten fra investering i aktier næppe kan siges at være udsat for større beskatning end indtægterne fra anbringelse i obligationer. Reglerne for selvangivelse af fortjenester ved salg af aktier og tegningsrettigheder må imidlertid forekomme den almindelige sparer komplicerede og muligvis afholde mange fra at investere i aktier.

Også de gældende regler for stempelafgift og børsbeskat er behandlet i dette afsnit, og udvalget foreslår, at en afskaffelse af børsbeskatten overvejes.

Spørgsmålet om publikums oplysning vedrørende Børsen og de noterede selskaber er belyst ved oplysninger vedrørende forholdene i andre lande, og udvalget har indgående drøftet, hvilke foranstaltninger der på dette område kunne tænkes at føre til øget publikumsinteresse for investering i børsnoterede værdipapirer.

Endelig er der redegjort for bestemmelse og praksis vedrørende anbringelse af umyndiges midler og forskellige institutioners anskaffelse af værdipapirer.

/ *kapitel 5* er forholdet til kapitalmarkedet i udlandet nærmere behandlet. Der er givet oplysninger om udenlandske børsers betydning for de pågældende landes kapitalmarked.

Endvidere er der givet oplysninger om de gældende regler for overførsel af kapital til og fra udlandet, og disse reglers forhold til de forskellige internationale bestræbelser på at tilvejebringe friere forhold for kapitaltransaktioner. Afsnittet indeholder en række betragtninger, som udvalget har gjort sig vedrørende virkningerne af en eventuel liberalisering af kapitaltransaktioner, herunder specielt virkningerne af en liberalisering af handelen med værdipapirer.

Der er anstillet betragtning vedrørende de virkninger på kapital- og renteforhold, som en liberalisering af handelen med obligationer må antages at få. Konsekvenserne for den økonomiske politik er berørt.

For så vidt angår virkningerne af en eventuel liberalisering af handelen med aktier er lagt hovedvægten på de følger, et sådant skridt eventuelt kunne få med hensyn til udenlandsk indflydelse på danske erhvervsvirksomheder. Det

er kun en forholdsvis ringe del af industrien, der kontrolleres af udenlandsk kapital i dag, men det vil imidlertid være urealistisk at forestille sig, at dansk industri vil kunne undgå at blive genstand for forsøg på bemægtigelse fra større udenlandske koncerners side, hvis der er lejlighed til gennem opkøb af danske aktier at opnå kontrol over ledelsen. Det ligger i størrelsesforholdenes natur, at muligheden for, at danske virksomheder opnår indflydelse på udenlandske selskaber, ikke kan blive af tilsvarende omfang. Risikoen for udenlandske aktiekøb vil muligvis gøre danske selskaber yderligere tilbageholdende med at lade deres aktier cirkulere. Liberalisering af aktiehandlen med udlandet kan derfor vise sig at blive en hindring for en smidiggørelse af dansk erhvervslivs kapitalgrundlag i stedet for at føre til større kapitaltilførsel, som man umiddelbart skulle antage.

I forbindelse hermed er mulighederne for varetægelse af danske interesser, herunder selskabernes muligheder for bevarelse af virksomhedernes danske ledelse, behandlet.

Endelig har man drøftet, hvorvidt en eventuel mulighed for, at udenlandske papirer vil blive noteret på Københavns Fondsbørs, og at danske børsnoterede papirer vil blive noteret på udenlandske børser, må antages at stille særlige krav til en tilpasning af fondsbørsen.

### III. Udvalgets forslag.

Som før nævnt vil en udvidelse af Børsens aktivitet efter udvalgets opfattelse stort set kunne gennemføres med de givne institutionelle rammer. Udvalget har dog fundet, at man vil anbefale følgende:

1. Udvalget er af den opfattelse, at det særlige børsstempel - børs-skatten - øver en hæmmende indflydelse på børshandlen med aktier, da afgiften kan hindre køb og salg for at udnytte mindre kursændringer. Sådanne forretninger er et naturligt led i børshandlen og af værdi for den rette kursfastsættelse. Ud fra Børsens synspunkt ville det være en fordel, om man afskaffede denne afgift, som næppe har større fiskal betydning.

2. Der er i udvalget enighed om at henstille til fondsbørsbestyrelsen at oprette et egentligt sekretariat, således som man kan finde det i tilslutning til en række udenlandske fondsbørser. Det er den almindelige opfattelse i udvalget, at

man herunder må lægge vægt på, dels at oplyse offentligheden i almindelighed om Fondsbørsen, dels at tilrettelægge og underbygge bestyrelsens arbejde, og dels på bearbejdelse og systematisk opstilling af oplysninger vedrørende de noterede institutioner og selskaber, herunder det tilgængelige regnskabsmateriale.

Udvalget går ud fra, at disse arbejdsopgaver vil kunne varetages af et meget lille sekretariat - nogle få heldagsbeskæftigede vil formentlig være fuldt tilstrækkelig.

3. Udvalget finder, at realkreditinstitutterne bør gå noget videre i deres regnskabsmæssige oplysninger, herunder eventuelt flere gange i årets løb oplyse, i hvilket omfang tilgangen af Obligationsmassen refererer sig til nybygninger kontra tillægslån, samt at give oplysninger om udeliggende lånetilsagn. Repræsentanten for kredit- og hypotekforeningerne i udvalget mener, at de af udvalget ønskede oplysninger ikke bør gives indenfor kortere perioder ud fra det synspunkt, at fordelingen af obligationstilgangen og de givne lånetilsagn er så varierende indenfor de enkelte måneder, at sådanne oplysninger vil kunne virke vildledende.

4. Vedrørende børsnoterede selskabers oplysningspligt ønsker udvalget at henstille, at selskaberne i videst muligt omfang giver publikum fyldige oplysninger om kapital- og indtjeningsforhold samt en række andre relevante forhold. Udvalget finder videre, at man på enkelte områder direkte må kræve flere oplysninger af de noterede selskaber.

5. Idet udvalget henviser til den i 1966 vedtagne lov vedrørende anbringelse af umyndiges midler, peger udvalget på det ønskelige i, at der gives mulighed for, at andre båndlagte midler - herunder legatmidler - samt bl.a. kreditforeningernes og sygekassernes formuer kan anbringes i værdipapirer, f.eks. efter samme regler, som er gældende for livsforsikrings-selskabers anbringelser eller efter reglerne for anbringelse af myndiges midler. Udvalget finder det endvidere ønskeligt, at de mange styrelsesgrene, der bestyrer fonds, tager placeringspolitikken op til overvejelse, og ikke blot placerer »som sidst«, men i højere grad anlægger rent økonomiske synspunkter ved anskaffelse af værdipapirer.

6. For at hindre, at en forpligtelse til liberalisering over for udlandet af handelen med aktier skal føre til øget tilbageholdenhed med hensyn

til offentlige emissioner fra danske selskabers side, vil det være ønskeligt, at der udvikledes former for kapitaludvidelser og nye køberkredse på aktiemarkedet, der var egnet til at reducere selskabernes tilbageholdenhed og dermed bidrage til effektivisering af kapitalmarkedet. Der tænkes i denne forbindelse på bl.a. større spredning af aktierne, f.eks. til mindre aktionærer eller til medarbejdere, og på salg af aktier til institutioner samt investeringsforeninger.

7. Udvalget er af den opfattelse, at en frigivelse af udenrigsomsætningen med værdipapirer næppe vil stille Børsen overfor tekniske opgaver, som Børsen ikke med sin nuværende struktur kan løse. Usikkerhed med hensyn til bedømmelsen af, hvilke tekniske krav der kan blive tale om, taler dog for, at man sikrer mulighed for vedtægtsændringer, som til sin tid måtte findes nødvendige i lys af de erfaringer, man vil høste i tilfælde af en liberalisering.

## KAPITEL 2.

### Det danske obligations- og aktiemarked

#### I. Obligationsmarkedet.

##### 1. Cirkulerende børsnoterede obligationer.

Ved udgangen af 1965 udgjorde de cirkulerende børsnoterede obligationers samlede pålydende ca. 41 mldr. kr.; sammenholdt med de børsnoterede aktiers nominelle værdi ca. 2,5

mldr. kr. og de på Efterbørsen noterede aktier ca 0,8 mldr. kr. er obligationsmarkedet således helt dominerende på det organiserede danske værdipapirmarked.

Obligationsmængden har i det sidste 10-år udviklet sig, som vist i tabel 1:

*Tabel 1. Cirkulerende børsnoterede obligationer.  
Pålydende værdi.*

| År        | Indenlandske statsobligationer | Kredit- og hypotekforeningsobligationer | Øvrige real-kreditobligationer <sup>1)</sup> | Andre børsnoterede obligationer <sup>2)</sup> | laft      |
|-----------|--------------------------------|-----------------------------------------|----------------------------------------------|-----------------------------------------------|-----------|
|           | mill. kr.                      | mill. kr.                               | mill. kr.                                    | mill. kr.                                     | mill. kr. |
| Ult. 1955 | 4.354                          | 9.449                                   | —                                            | 1.119                                         | 14.922    |
| 1956      | 4.497                          | 9.921                                   | —                                            | 1.244                                         | 15.662    |
| 1957      | 4.632                          | 10.509                                  | —                                            | 1.369                                         | 16.510    |
| 1958      | 4.446                          | 11.528                                  | —                                            | 1.565                                         | 17.539    |
| 1959      | 4.567                          | 12.867                                  | 11                                           | 1.508                                         | 18.953    |
| 1960      | 4.705                          | 14.312                                  | 107                                          | 1.622                                         | 20.746    |
| 1961      | 4.509                          | 16.186                                  | 486                                          | 1.769                                         | 22.950    |
| 1962      | 4.333                          | 18.233                                  | 1.060                                        | 2.066                                         | 25.692    |
| 1963      | 4.144                          | 21.031                                  | 1.729                                        | 2.395                                         | 29.299    |
| 1964      | 3.970                          | 24.485                                  | 2.529                                        | 2.702                                         | 33.686    |
| 1965      | 3.835                          | 29.520                                  | 4.215                                        | 3.110                                         | 40.680    |
| 1966      | 3.675                          | 33.193                                  | 5.559                                        | 4.006                                         | 46.433    |

1) omfatter Byggeriets Realkreditfond, Landsbankernes Reallånefond, Provinsbankernes Reallånefond og Dansk Landbrugs Realkreditfond.

2) herunder Kommunekreditforeningen, Danmarks Skibskreditfond samt Finansieringsinstituttet for Håndværk og industri.

Kilde: Statistisk Årbog, 1966: Statistiske Efterretninger.

Fra udgangen af 1955 til udgangen af 1965 er Obligationsmassen således forøget med 25,8 mldr. kr. eller med 173 pct. Stigningen har navnlig været meget stærk i de senere år. Fra udgangen af 1960 til udgangen af 1965 steg Obligationsmassen 20 mldr. kr. og er således fordoblet i de sidste fem år (tabel 2).

Medens den cirkulerende mængde statsobligationer er faldet i de senere år, er alle øvrige obligationsgrupper steget. Nedgangen for statsobligationer hænger sammen med omlægningen af boligfinansieringen fra statslån til private låneinstitutter. Ser man bort fra statsobligationer, er den cirkulerende Obligationsmasse nominelle værdi steget ca. 600 mill. kr. i 1956, men over

7 mldr. kr. i 1965. Den årlige obligationsvækst er mere end tidoblet i de sidste 10 år. De nyoprettede realkreditinstitutter har siden 1959 udstedt obligationer for 4,2 mldr. kr. I samme tidsrum har stigningen i kredit- og hypotekforeningernes cirkulerede obligationer andraget 16,7 mldr. kr. Der er ikke alene tale om meget betydelige stigninger i absolutte beløb i den del af obligationsudstedelsen, som fortrinsvis tjener finansiering af byggearbejder. Der er også tale om en meget stærk vækst i forhold til byggeriets omfang. Sammenholdt med nationalregnskabets oplysninger om den private byggevirkomhed har realkreditinstitutternes obligationsudstedelse og udbetalingerne af statslån til boligbyggeri udviklet sig som vist i tabel 3.

*Tabel 2. Stigning i cirkulerende børsnoterede obligationer.  
Pålydende værdi.*

| År   | Indenlandske statsobligationer <sup>1)</sup> | Kreditforeningsobligationer | Hypotekforeningsobligationer | Øvrige Realkreditobligationer | Finansieringsinst. f. Håndværk og industri. Skibs-kreditfonden | Øvrige børsnoterede obligationer, heru. kommuneobligationer | Ialt      |
|------|----------------------------------------------|-----------------------------|------------------------------|-------------------------------|----------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|-----------|
|      | mill. kr.                                    | mill. kr.                   | mill. kr.                    | mill. kr.                     | mill. kr.                                                      | mill. kr.                                                   | mill. kr. |
| 1955 | 57                                           | 386                         | 97                           | —                             | —                                                              | 95                                                          | 635       |
| 1956 | 143                                          | 363                         | 109                          | —                             | —                                                              | 125                                                         | 740       |
| 1957 | 135                                          | 499                         | 89                           | —                             | —                                                              | 125                                                         | 848       |
| 1958 | -186                                         | 878                         | 141                          | —                             | —                                                              | 196                                                         | 1.029     |
| 1959 | 121                                          | 1.161                       | 178                          | 11                            | —                                                              | -57                                                         | 1.414     |
| 1960 | 138                                          | 1.193                       | 252                          | 96                            | —                                                              | 114                                                         | 1.793     |
| 1961 | -196                                         | 1.581                       | 293                          | 379                           | 60                                                             | 87                                                          | 2.204     |
| 1962 | -176                                         | 1.759                       | 288                          | 574                           | 141                                                            | 156                                                         | 2.742     |
| 1963 | -189                                         | 2.428                       | 370                          | 669                           | 165                                                            | 164                                                         | 3.607     |
| 1964 | -174                                         | 2.941                       | 513                          | 800                           | 93                                                             | 214                                                         | 4.387     |
| 1965 | -135                                         | 4.257                       | 778                          | 1.686                         | 186                                                            | 232                                                         | 6.994     |
| 1966 | -160                                         | 3.041                       | 632                          | 1.344                         | 690                                                            | 206                                                         | 5.753     |

i) incl. konvertering i 1958/59 (157 mill. kr.) af tvungen opsparing fra 1951/52 samt konvertering af stabiliseringslån fra 1957/58 og 1958/59 (med 40 mill. kr. i 1959, 349 mill. kr. i 1960, 40 mill. kr. i 1961, 7 mill. kr. i 1962 og 4 mill. kr. i 1963).

Kilde: Statistisk Årbog, 1966: Statistiske Efterretninger.

I tabel 3 er stigningen i den cirkulerende obligationsmængde bortset fra statsobligationer opført til de af Nationalbanken skønnede markedsværdier. Sammen med statslån til boligbyggeri har obligationsudstedelsen til markedsværdi andraget 70-75 pct. af investeringerne i det private byggeri i årene 1956-57 og 1959-62; men i 1958 og 1964 modsvarer stigningen i obligationsmassen henholdsvis 94 pct. og 86 pct. samt i 1963 og 1965 omkring 100 pct. af det private byggeri. Flere forhold kan være årsagen til denne udvikling.

For det første er grundpriserne, som indgår i belåningen, men ikke i investeringstallene for

byggevirksomheden, steget stærkere end byggesummerne, i hvert fald i de senere år og i byområderne.

For det andet er der i de senere år sket en vis fremrykning af låntagningen over obligationsmarkedet i forbindelse med nybyggeri på grund af realkreditinstitutternes udstedelse af forhåndslån.

For det tredje sker der i varierende omfang belåning af fast ejendom uden forbindelse med byggeri - de såkaldte tillægslån.

For det fjerde må der tages hensyn til de i de senere år tilkomne institutter til erhvervsfinansiering, Skibskreditfonden og Finansieringsinsti-

*Tabel 3. Obligationsudstedelse og byggevirksomheden.*

| År   | Stigning i cirkul. obligationer bortset fra statsobligationer markedsværdi <sup>1)</sup> | Statens udlån til boligbyggeri | Tilsammen | Investeringer i privat byggeri | heraf:       |           |                |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------|-----------|--------------------------------|--------------|-----------|----------------|
|      |                                                                                          |                                |           |                                | boligbyggeri | Landbrug  | Øvrige erhverv |
|      | mill. kr.                                                                                | mill. kr.                      | mill. kr. | mill. kr.                      | mill. kr.    | mill. kr. | mill. kr.      |
| 1955 | 402                                                                                      | 644                            | 1.046     | 1.280                          | 770          | 270       | 240            |
| 1956 | 462                                                                                      | 482                            | 944       | 1.340                          | 765          | 280       | 295            |
| 1957 | 546                                                                                      | 525                            | 1.071     | 1.530                          | 940          | 265       | 325            |
| 1958 | 1.038                                                                                    | 366                            | 1.404     | 1.490                          | 880          | 215       | 395            |
| 1959 | 1.086                                                                                    | 269                            | 1.355     | 1.935                          | 1.445        | 285       | 505            |
| 1960 | 1.387                                                                                    | 234                            | 1.621     | 2.240                          | 1.225        | 365       | 650            |
| 1961 | 1.945                                                                                    | 112                            | 2.057     | 2.720                          | 1.555        | 390       | 775            |
| 1962 | 2.333                                                                                    | 66                             | 2.399     | 3.055                          | 1.775        | 365       | 915            |
| 1963 | 3.099                                                                                    | 26                             | 3.125     | 3.100                          | 1.765        | 365       | 970            |
| 1964 | 3.487                                                                                    | 10                             | 3.497     | 4.085                          | 2.405        | 515       | 1.165          |
| 1965 | 4.824                                                                                    | ..                             | ca. 4.830 | 4.895                          | 2.995        | 450       | 1.450          |

1) Ifølge Nationalbankens Monetary Review.

Kilde iøvrigt: Statistisk Årbog og Økonomisk Årsoversigt 1966. Byggevirksomheden i 1965 er skønnet.

**Tabel 4. Kredit- og Hypotekforeningers udlån i 1964/65<sup>1)</sup>**

|                                      | Kredit-<br>for-<br>eninger | Hypotek-<br>for-<br>eninger | I alt     |      |
|--------------------------------------|----------------------------|-----------------------------|-----------|------|
|                                      | mill. kr.                  | mill. kr.                   | mill. kr. | pct. |
| <i>Boligbyggeri,</i>                 |                            |                             |           |      |
| nyt .....                            | 1.448                      | 388                         | 1.836     | 44   |
| ombygninger ....                     | 274                        | 67                          | 341       | 8    |
| iøvrigt (»tillægs-<br>lån«) .....    | 332                        | 86                          | 418       | 10   |
| I alt .....                          | 2.054                      | 541                         | 2.595     | 62   |
| Landbrug .....                       |                            |                             | 635       | 15   |
| <i>Øvrige erhvervs-<br/>byggeri,</i> |                            |                             |           |      |
| nyt .....                            | 553                        | 16                          | 569       | 14   |
| ombygninger ....                     | 142                        | 14                          | 156       | 4    |
| iøvrigt (»tillægs-<br>lån«) .....    | 107                        | 10                          | 117       | 3    |
| I alt .....                          | 802                        | 40                          | 842       | 21   |
| Andet byggeri .....                  | 65                         | 1                           | 66        | 2    |
| Udlån i alt .....                    |                            |                             | 4.138     | 100  |

i) 1. april 1964-31. marts 1965.

Kilde: Kredit- og hypotekforeningens oplysninger til Boligministeriet.

tuttet for Håndværk og Industri, samt til at Kreditforeningen for Industrielle Ejendomme og Kredit- og Hypotekforeningerne i øvrigt i et vist omfang yder lån til erhvervsfinansiering.

De to sidstnævnte forhold er belyst i tabel 4 ved en opgørelse over kredit- og hypotekforeningernes udlån i 1964/65 udarbejdet på

grundlag af kredit- og hypotekforeningernes oplysninger til Boligministeriet.

Det fremgår heraf, at ca. 13 pct. af kredit- og hypotekforeningernes udlån i 1964/65 ikke vedrørte nybygninger eller ombygninger direkte. Tillægslånene har tilsammen andraget ca. 540 mill. kr. eller ca. 10 pct. af realkreditinstitutternes samlede udlån. Tilsvarende samlede oplysninger om kredit- og hypotekforeningernes udlån foreligger ikke for tidligere år. Det forekommer sandsynligt, at udstedelsen af tillægslån i 1958 og 1963 har været ret betydelig, da obligationskurserne var forholdsvis høje, men vanskelighederne ved at opnå bank- og sparekasselån, har også i andre år, hvor kurserne har været mindre gunstige, tilskyndet til optagelse af tillægslån, der bl.a. er muliggjort ved de stærke stigninger i ejendomspriserne.

Tillægslån kan utvivlsomt spille en betydelig rolle i forbindelse med erhvervsdrivendes investeringer til finansiering af maskinkøb og lign. og til finansiering af drift og kundekredit. Tillægslån kan endvidere tjene finansiering af forbrug, køb af personbil, sommerhus og lign.; men det vil fremgå af det ovennævnte skøn for tillægslånenes samlede omfang, at deres rolle for finansiering af forbruget må være begrænset. Tillægslånene er ikke ensbetydende med en tilsvarende forøgelse af den samlede kredit, men aflaster i et vist omfang andre dele af kapitalmarkedet. Tillægslånenes væsentligste virkning er måske, at de betyder, at en del af låntagningen flyttes fra banker og sparekasser, hvis rente ikke er direkte markedsbestemt til den over

**Tabel 5. Stigning i cirkulerende obligationer 1964.**  
Pålydende værdi.

| Obligationer udstedt af:                                   | Finansieringsformål:            |               |           |                                               |                      |                               |           |
|------------------------------------------------------------|---------------------------------|---------------|-----------|-----------------------------------------------|----------------------|-------------------------------|-----------|
|                                                            | Bolig-<br>byggeri <sup>1)</sup> | Land-<br>brug | Skibe     | Øvrige er-<br>hvervs-<br>formål <sup>2)</sup> | Offentlige<br>formål | Andre<br>formål <sup>3)</sup> | lait      |
|                                                            | mill. kr.                       | mill. kr.     | mill. kr. | mill. kr.                                     | mill. kr.            | mill. kr.                     | mill. kr. |
| Kredit og hypotekfor. 4) .....                             | 1834                            | 550           | —         | 725                                           | —                    | 345                           | 3454      |
| Realkreditinstitutter .....                                | 650                             | 150           | —         | —                                             | —                    | —                             | 800       |
| Finansieringsinstitutter for Håndværk<br>og Industri ..... | —                               | —             | —         | 35                                            | —                    | —                             | 35        |
| Skibskreditfonden .....                                    | —                               | —             | 58        | —                                             | —                    | —                             | 58        |
| Kommunekreditfor. ....                                     | —                               | —             | —         | —                                             | 214                  | —                             | 214       |
| Staten .....                                               | —                               | —             | —         | —                                             | -174                 | —                             | -174      |
| lait mill. kr.                                             | 2484                            | 700           | 58        | 760                                           | 40                   | 345                           | 4387      |
| pct .....                                                  | 57                              | 16            | 1         | 17                                            | 1                    |                               | 100       |

1) incl. ombygninger, excl. tillægslån.

2) incl. »tillægslån«.

3) »Tillægslån« i boligbyggeri.

4) fordelingen på finansieringsformål er foretaget i forhold til fordelingen af kredit- og hypotekforeningernes udlån i 1964/65. jfr. tabel 4.

børsnoteringen markedsbestemte obligationsrente.

For at illustrere obligationsmarkedets betydning for byggeri og erhvervsmæssig investering er bl.a. på grundlag af de i tabel 4 givne oplysninger om kredit- og hypotekforeningernes udlån foretaget nedenstående beregning over stigningen i cirkulerende obligationer i 1964 fordelt efter finansieringsformål:

Af den samlede stigning af cirkulerende obligationer i 1964 kan ca. 50 pct. henføres til nyt boligbyggeri og ca. 7 pct. til ombygning af boliger, ca. 16 pct. - ca. 700 mill. kr. - er medgået til finansiering af landbrug, godt 1 pct. til skibsfinansiering og ca. 17 pct. - ca. 750 mill. kr. — kan direkte henføres til byerhvervene, heraf ca. 400 mill. kr.<sup>1)</sup> til industrifinansiering, når tillægslån i erhvervsejendomme medregnes. Ca. 8 pct. af obligationsmassens stigning i 1964 - godt 300 mill. kr. — må henføres til lån i beboelsesejendomme uden forbindelse med nybygning eller ombygning - de såkaldte tillægslån. Som nævnt må en del af dette beløb antages at være medgået til erhvervsfinansiering; men hvor stort et beløb det drejer sig om og til hvilke erhverv, det kan henføres, er ikke oplyst.

I alt må det skønnes, at af stigningen i cirkulerende obligationer i 1964 er halvdelen med-

<sup>1)</sup> Opdelingen imellem industri og andre byerhverv er skønnet på grundlag af kreditforeningernes oplysninger om udlån til byerhverv i 1965/66 i alt 1033 mill. kr., heraf 583 mill. kr. til industri. Ifølge Aktieselskabsstatistikken er industriaktieselskabernes langfristede gæld steget ca. 270 mill. kr. i 1964. Da industriaktieselskabernes andel i hele industrien udgør ca. 80 pct. (regnet efter værditilvækst), giver en opregning for aktieselskabstatistikken til hele industrien en noget lavere stigning i industriens langfristede gæld (ca. 350 mill. kr.) end de nævnte 400 mill. kr. i 1964 baseret på realkreditinstitutternes oplysninger.

gået til finansiering af nyt boligbyggeri, godt 35 pct. til erhvervsformål (incl. landbrug) og knapt 15 pct. til ombygning og tilbygning til beboelse, finansiering af privat forbrug og lign. anskaffelser. Da nedgangen i cirkulerende statsobligationer næsten opvejer stigningen i kommuneobligationer, har den offentlige sektors samlede andel i obligationsmassens stigning været ringe i 1964.

Kreditforeningernes udlån til byerhverv steg fra 802 mill. kr. i 1964/65 til 1033 mill. kr. i 1965/66 eller ca. 25 pct. Imidlertid var den samlede stigning i cirkulerende kreditforeningsobligationer i 1965 ca. 45 pct. større end i 1964, hvorfor det er sandsynligt, at boligbyggeriets andel i stigningen i den samlede obligationsmasse har været større og byerhvervenes andel noget mindre i 1965 end i 1964. Det er i øvrigt den almindelige opfattelse, at realkreditinstitutternes udlån til erhvervsmæssige formål er steget i løbet af 1960'erne. Det er derfor sandsynligt, at boligbyggeriets andel i obligationsmassens forøgelse androg ca.  $\frac{2}{3}$  og erhvervsfinansiering (fortrinsvis landbrugsfinansiering) imellem  $\frac{1}{4}$  og  $\frac{1}{3}$  i slutningen af 1950'erne.

Kursværdien af den del af obligationsmassens stigning i 1964, der kan henføres til boligbyggeriet, modsvares ca. 80 pct. af investeringerne i boligbyggeriet. Den del af stigningen (til kursværdi), der vedrører landbrugsformål, oversteg investeringerne i landbrugsbyggeri i 1964. For byerhvervenes vedkommende modsvarede kursværdien af obligationsmassens stigning ca. 650 mill. kr., heraf ca. 500 mill. kr. i forbindelse med byggeri, eller ca. 40 pct. af det erhvervsmæssige byggeri i 1964. Sammenlignet med de samlede nyinvesteringer i byerhvervene, som i 1964 androg ca. 7 mldr. kr., har obligationsmarkedet dog stadig kun begrænset - om end

*Tabel 6. Cirkulerende børsnoterede obligationer.  
Pålydende værdi (ultimo året).*

| Placering                                            | 1956      | 1957      | 1958      | 1959      | 1960      | 1961      | 1962      | 1963      | 1964      |
|------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                                                      | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. |
| Nationalbanken .....                                 | 618       | 600       | 615       | 495       | 513       | 565       | 1028      | 1161      | 1751      |
| Forretningsbankerne .....                            | 1102      | 1210      | 1640      | 1780      | 1674      | 1848      | 2061      | 2548      | 2662      |
| Sparekasserne <sup>1)</sup> .....                    | 1542      | 1578      | 1692      | 1631      | 1620      | 1665      | 1743      | 2063      | 2060      |
| Overformynderiet <sup>1)</sup> .....                 | 489       | 498       | 509       | 519       | 531       | 533       | 538       | 554       | 584       |
| Forsikringsselskaber og<br>pensionskasser, ATP ..... | 4849      | 5296      | 5708      | 6164      | 6591      | 7322      | 8048      | 8960      | 10060     |
| Postgirokontoret .....                               | 118       | 118       | 128       | 134       | 294       | 377       | 524       | 639       | 833       |
| Andre .....                                          | 6944      | 7210      | 7247      | 8230      | 9523      | 10640     | 11750     | 13374     | 15736     |
| I alt .....                                          | 15662     | 16510     | 17539     | 18953     | 20746     | 22950     | 25692     | 29299     | 33686     |

i) pr. 31. marts flg. år. Kilde: Statistisk Årbog.



stigende - betydning for byerhvervenes finansiering. For vurderingen af obligationstilgangens vækst er det imidlertid af betydning, at henvend 20 pct. af den samlede obligationstilgang nu medgår til byerhvervenes finansiering.

## 2. De cirkulerende obligationers placering.

For den samlede cirkulerende obligationsmasse har fordelingen mellem de vigtigste ejergrupper været følgende:

Fordelingen mellem de forskellige obligationsarter (statsobligationer, kreditforeningsobligationer o.s.v.) vil blive nærmere omtalt i et følgende afsnit. Der har i den anførte periode været nogen forskydning mellem de forskellige grupperes andel af den samlede obligationsbeholdning. Således er Nationalbankens andel steget fra knapt 4 pct. i 1956 til godt 5 pct. i 1964. I årene 1959-61 var Nationalbankens andel dog kun ca. 2,5 pct., og i 1965 har Nationalbankens betydelige køb ført til, at Nationalbankens andel i den cirkulerende Obligationsmasse yderligere er steget. Forretningsbankernes andel er

steget fra ca. 7 pct. i 1956 til ca. 8 pct. i 1964, men var f.eks. i 1963 større, ca. 9 pct. Sparekassernes andel er siden 1958 faldet fra ca. 10 pct. til ca. 6 pct. i 1964, og Overformynderiets andel har været stadig nedadgående fra ca. 3 pct. i 1956 til godt 1½ pct. i 1964. Forsikringselskaber (herunder Statsanstalten) og pensionskasserne er den betydeligste af de nærmere definerede grupper og havde både i 1956 og i 1964 ca. 30 pct. af Obligationsmassen. Postgirokontorets andel er steget og androg i 1964 ca. 2 pct. af de samlede obligationsbeholdninger. Den resterende del af Obligationsmassen fordelt på andre ejere — private og institutioner — har i de senere år repræsenteret en svagt stigende andel, fra ca. 44 pct. i 1956 til ca. 47 pct., i alt 15,7 mldr. kr. i 1964. Heraf kan det, som nærmere omtalt i kapitel 4 afsnit V, anslås, at ca. 2 mldr. kr. er anbragt i formuer, der forvaltes af de store sparekassers forvaltningsafdelinger, ca. 1,5 mldr. kr. er anbragt i legatmidler og ca. 1,5 mldr. kr. i sygekassernes, arbejdsløshedskassernes og realkreditinstitutternes sikringsfonde.

Tabel 7. Tilvækst i cirkulerende børsnoterede obligationer.  
Pålydende værdi.

| Placering                     | 1957      | 1958      | 1959      | 1960      | 1961      | 1962      | 1963      | 1964      |
|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                               | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. |
| Nationalbanken . . . . .      | -18       | 15        | -120      | 18        | 52        | 463       | 133       | 590       |
| Forretningsbankerne . . . . . | 108       | 430       | 140       | -106      | 174       | 213       | 487       | 114       |
| Sparekasserne . . . . .       | 36        | 114       | -61       | -11       | 45        | 78        | 320       | -3        |
| Overformynderiet . . . . .    | 9         | 11        | 10        | 12        | 2         | 5         | 16        | 30        |
| Forsikringselskaber           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| pensionskasser, ATP . . . . . | 447       | 412       | 456       | 427       | 731       | 726       | 912       | 1100      |
| Postgirokontoret . . . . .    | -         | 10        | 6         | 160       | 83        | 147       | 115       | 194       |
| Andre <sup>1)</sup> . . . . . | 266       | 37        | 983       | 1293      | 1117      | 1110      | 1624      | 2362      |
| Ialt . . . . .                | 848       | 1029      | 1414      | 1793      | 2204      | 2742      | 3607      | 4387      |

1) heraf statsobligationer konverteret fra tvungen opsparing: 1959: 197, 1960: 349, 1961: 40 mill. kr.  
Kilde: Statistisk Årbog.

## 3. Stigningen i Obligationsmassen og dens placering.

For bedømmelsen af obligationsmarkedets vilkår vil det imidlertid navnlig være obligationsmassens tilvækst og placeringen heraf, der har størst interesse. På grundlag af de foreliggende oplysninger om den samlede obligationsmasses fordeling kan nedenstående oversigt opstilles.

Som det vil ses, har Nationalbanken i årene 1957-58 og 1960-61 for de enkelte år taget under ét forholdt sig neutral over for obligationsmarkedet og i 1959 gennem forholdsvis betydelige salg udøvet en dæmpende indflydelse på

markedet. Den betydelige stigning i obligationstilvæksten - godt 500 mill. kr. - i 1962 kunne under de herskende forhold ikke optages af markedet uden betydelige støttekøb fra Nationalbanken, som dog i løbet af 1963 delvis afvikledes ved salg indtil slutningen af året, hvorefter Nationalbanken i de sidste måneder af 1963 og i 1964 har været nettokøber i betydeligt omfang. I 1965 er Nationalbankens obligationskøb yderligere øget stærkt, idet Nationalbanken i dette år netto aftog nominelt ca. 2 mldr. kr. obligationer eller næsten 30 pct. af stigningen i den cirkulerende obligationsmængde.

Tabel 8. Obligationsmarkedets forsyning.

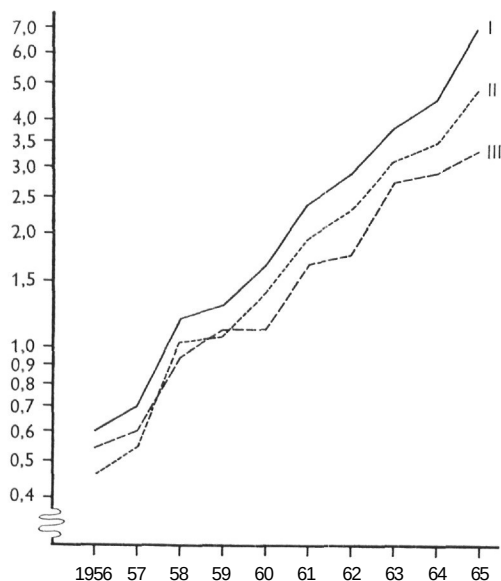
| År   | Tilvækst i cirkul. obligationer<br>bortset fra statsobligationer |              | Tilvækst i cirkul.<br>statsobligationer <sup>1)</sup> | Nationalbankens<br>nettokøb | »Markedets for-<br>syning« mar-<br>kedsværdi<br>(2+3-4) |
|------|------------------------------------------------------------------|--------------|-------------------------------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------------------------|
|      | pålydende værdi                                                  | markedsværdi | markedsværdi                                          | markedsværdi                |                                                         |
|      | 1                                                                | 2            | 3                                                     | 4                           | 5                                                       |
|      | mill. kr.                                                        | mill. kr.    | mill. kr.                                             | mill. kr.                   | mill. kr.                                               |
| 1956 | 597                                                              | 462          | 48                                                    | -33                         | 543                                                     |
| 1957 | 713                                                              | 546          | 68                                                    | - 4                         | 618                                                     |
| 1958 | 1215                                                             | 1038         | -59                                                   | 20                          | 959                                                     |
| 1959 | 1293                                                             | 1086         | -44                                                   | -74                         | 1116                                                    |
| 1960 | 1655                                                             | 1387         | -252                                                  | 25                          | 1110                                                    |
| 1961 | 2400                                                             | 1945         | -223                                                  | 50                          | 1672                                                    |
| 1962 | 2918                                                             | 2333         | -185                                                  | 372                         | 1776                                                    |
| 1963 | 3796                                                             | 3099         | -191                                                  | 130                         | 2778                                                    |
| 1964 | 4561                                                             | 3487         | -174                                                  | 433                         | 2880                                                    |
| 1965 | 7129                                                             | 4824         | -135                                                  | 1374                        | 3315                                                    |

i) excl. konverteret tvungen opsparing, jfr. tabel 2.  
Kilde: Nationalbankens Monetary Review.

I tabel 8 er der - på grundlag af Nationalbankens beregninger (i Monetary Review) — givet nærmere til belysning af Nationalbankens køb og det øvrige obligationsmarkeds forsyning til markedspriser følgende oplysninger.

Figur 1. Obligationsmarkedets forsyning.  
(Logaritmisk skala).

Mldr kr.



- I Stigning i cirk. obligationer bortset fra statsobligationer til nominel værdi.  
II: Stigning i cirkul. obligationer bortset fra statsobligationer til markedsværdi.  
III Obligationsmarkedets forsyning: Stigning i cirkul. obligationer incl. statsobligationer med fradrag af Nationalbankens køb. (Markedsværdi).

Kilde: Nationalbankens Monetary Review.

Der har i de anførte år været en betydelig stigning i de værdier, som markedet, bortset fra Nationalbanken, har aftaget; men stigningsstakten har været højst uensartet, hvilket måske tydeligt illustreres af figur 1.

Det vil ses, at den nominelle værdi af stigningen i obligationstilvæksten, bortset fra statsobligationer (kurve I på figur 1) har været overordentlig stærk, men bortset fra 1958 og 1965 forholdsvis jævn. Kursændringer har bevirket, at markedsværdierne (kurve II, stiplet) har udviklet sig mere ujævnt. De værdier, markedet, bortset fra Nationalbanken, har aftaget, har derimod bevæget sig i ryk med særdeles stærke stigninger i 1958, 1961 og 1963 og stagnation i 1960, 1962 og 1964 og relativ svag stigning i 1965.

Tabel 9 viser, at der synes at være en vis sammenhæng i hvert fald i år som 1958, 1960 og 1963-1965 mellem bankernes »indlånsover-

Tabel 9. »Indlånsoverskud« og obligationskøb  
i forretningsbankerne.

| År   | Stigning i indlån<br>- stigning i udlån | Obligationsanskaffelser netto |                            |
|------|-----------------------------------------|-------------------------------|----------------------------|
|      |                                         | (pålydende værdi)             | Markedsværdi <sup>1)</sup> |
|      | mill. kr.                               | mill. kr.                     | mill. kr.                  |
| 1957 | 75                                      | 108                           | 57                         |
| 1958 | 926                                     | 430                           | 369                        |
| 1959 | -291                                    | 140                           | 39                         |
| 1960 | -350                                    | -106                          | -185                       |
| 1961 | -170                                    | 174                           | 70                         |
| 1962 | -493                                    | 213                           | 160                        |
| 1963 | 1.004                                   | 487                           | 207                        |
| 1964 | -438                                    | 114                           | -58                        |
| 1965 | 282                                     | ca. 190                       | 129                        |

i) ifølge Nationalbankens Monetary Review.  
Kilde iøvrigt: Statistisk Årbog.

*Tabel 10. Livs forsikringsselskabernes og pensionskassernes formueanbringelser samt præmier og pensionsbidrag (excl. ATP).*

| År   | Forsikrings-<br>præmie og<br>pensionsbidrag <sup>1)</sup> | Stigning i:                 |                              |                              |           |                                               |
|------|-----------------------------------------------------------|-----------------------------|------------------------------|------------------------------|-----------|-----------------------------------------------|
|      |                                                           | Obligationsbeholdning       |                              | Aktiebeholdning              |           | Kasse-og<br>bankbehold-<br>ning <sup>2)</sup> |
|      |                                                           | nom.<br>værdi <sup>1)</sup> | bogf.<br>værdi <sup>2)</sup> | bogf.<br>værdi <sup>2)</sup> | Udlån     |                                               |
|      | mill. kr.                                                 | mill. kr.                   | mill. kr.                    | mill. kr.                    | mill. kr. | mill. kr.                                     |
| 1957 | 525                                                       | 447                         | 283                          | 4                            | 50        | 15                                            |
| 1958 | 492                                                       | 412                         | 394                          | 44                           | 48        | 23                                            |
| 1959 | 580                                                       | 456                         | 432                          | 29                           | 37        | 32                                            |
| 1960 | 646                                                       | 427                         | 426                          | 33                           | 79        | 8                                             |
| 1961 | 717                                                       | 731                         | 313                          | 42                           | 114       | 62                                            |
| 1962 | 815                                                       | 726                         | 430                          | 46                           | 140       | -13                                           |
| 1963 | 856                                                       | 912                         | 721                          | 45                           | 82        | -28                                           |
| 1964 |                                                           | 896                         |                              |                              |           |                                               |

Kilde: 1) Statistisk Årbog 2) Nationalbankens Monetary Review (obligations- og aktiebeholdningerne vedrører kun danske papirer).

skud« (stigning i indlån - stigning i udlån) og bankernes obligationskøb, således at f.eks. større indlånsoverskud ledsages af større obligationsanskaffelser i Forretningsbankerne.

Forholdet mellem forretningsbankernes og sparekassernes betydning for obligationsmarkedet er ændret væsentligt i de senere år. Som det fremgår af tabel 6, er forretningsbankernes obligationsbeholdninger (pålydende værdi) steget fra 1102 mill. kr. ultimo 1956 til 2662 mill. kr. ultimo 1964, i samme tidsrum steg sparekassernes beholdninger kun fra 1542 mill. kr. til 2060 mill. kr. Denne udvikling er resultatet af tendens til, at sparekasserne igennem en årrække har anbragt en stadig mindre del af sparernes indskud i obligationer til fordel for sparekassernes direkte udlånsvirksomhed, idet sparekassernes obligationsbeholdninger svarede til ca. 26 pct. af sparernes tilgodehavender i 1956 imod kun 17 pct. den 31. marts 1964.

Overformynderiet har en årrække kun spillet en ganske underordnet rolle for afsætningen af obligationstilvæksten.

Inden for forsikringsområdet spiller livsforsikringsselskabernes og pensionskassernes obligationsanskaffelser størst rolle, idet skadeforsikringsselskabernes obligationsbeholdninger udgør mindre end 15 pct. af forsikringsrådets obligationsbeholdninger. Sammenholdt med de indbetalte præmier og bidrag til livsforsikringsselskaber og pensionskasser har forsikringsrådets obligationsanskaffelser og andre formueanbringelser i de senere år udviklet sig som vist i tabel 10.

Stigningen i de bogførte obligationsbeholdninger er påvirket af kursreguleringer. Stignin-

gen i obligationsbeholdningers nominelle værdier er derimod udtryk for forsikringsrådets obligationsanskaffelser, der — omregnet til de pågældende års gennemsnitskurser - betyder, at forsikringsrådets obligationskøb i 1957-59 og i 1962 har andraget 65—70 pct. af præmiebeløbene og pensionsbidragene. I 1960 har obligationskøbene været forholdsvis mindre og i 1961 og 1963 forholdsvis større. Med forsikringsloven af 1958 fik forsikringsselskaberne adgang til at anbringe op til 15 pct. af deres midler i aktier, hvilket har givet anledning til aktiekøb på 40-45 mill. kr. årligt. Retten til køb af aktier er således langt fra udnyttet, og forsikringsselskabernes aktiekøb har endnu ikke fået større betydning for aktiemarkedet. Af tabel 10 ses endvidere, at forsikringsrådets direkte udlån har været stigende i de senere år. Forsikringsselskabernes kasse- og bankbeholdninger påvirkes bl.a. af behovet for kontantbeholdninger forud for bonusudbetalinger (senest i 1962).

Arbejdsmarkedets Tillægspension er påbegyndt sin virksomhed i 1964. Det påregnes, at der gennem ATP vil ske en fondsdannelse på foreløbig 300-350 mill. kr. årligt. ATP's midler kan anbringes i obligationer, bank- og sparekasseindskud og for højst 15 pct.s vedkomme i aktier eller aktiecifikater o.lign. Endelig er der mulighed for udlån til arbejdsgiverne inden for 50 pct. af deres bidrag til ATP. Det skønnes, at ATP i 1964 har anbragt ca. 200 mill. kr. i obligationer.

Medens Postgirokontoret kun har spillet en underordnet rolle for obligationsmarkedet frem til 1958-59, er omkring 5 pct. af tilgangen i de senere år blevet opsøgt ad denne vej.

Uden for bankerne og de øvrige omtalte institutioner findes obligationsbeholdningerne ca. 16 mldr. kr. eller ca. 47 pct. af de samlede obligationsbeholdninger, om hvis placering man ikke ved meget.

Bevægelserne i denne restpost har været meget ujævn, som det fremgår af tabel 7. Stigningen i obligationsbeholdningerne på dette område har været meget betydelig i de senere år. Der må dog tages hensyn til, at en stor del af denne stigning kan skyldes ikke realiserede forhåndslån. Summarisk omregnet til kursværdi synes der i visse år at være nogen sammenhæng mellem indskud i banker og sparekasser, således at bankindskudene stiger svagere når publikums obligationskøb stiger stærkere. Betragtningen gælder dog ikke for 1963:

*Tabel 11. Obligationskøb uden for pengeinstitutter og forsikringsselskaber.*

| År   | »Andres« køb af obligationer (markedsværdi) <sup>1)</sup> | Stigning i indskud på bankbøger og tid + indskud i sparekasser | Tilsammen |
|------|-----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|-----------|
|      | mill. kr.                                                 | mill. kr.                                                      | mill. kr. |
| 1957 | 180                                                       | 674                                                            | 854       |
| 1958 | 0                                                         | 1.090                                                          | 1.090     |
| 1959 | 520                                                       | 1.573                                                          | 2.093     |
| 1960 | 760                                                       | 1.132                                                          | 1.892     |
| 1961 | 870                                                       | 1.232                                                          | 2.102     |
| 1962 | 880                                                       | 1.283                                                          | 2.163     |
| 1963 | 1.300                                                     | 1.932                                                          | 3.232     |
| 1964 | 1.800                                                     | 2.215                                                          | 4.015     |

i) skønnet på grundlag af forholdet mellem pålydende værdi og markedsværdi for stigning i cirkulerende obligationer ifølge Nationalbankens Monetary Review.  
Kilde: *Ørigt* Statistisk Årbog

Summen af publikums obligationskøb og mere langsigtede bank- og sparekasseindskud var nogenlunde konstant i 1957-1958, og steg til

1900-2100 mill. kr. årligt uden større variationer i 1959-1962. Springet op til de 3200 mill. kr. i 1963 og stigningen i 1964 er bemærkelsesværdigt; men det må tages i betragtning, at en del af de udstedte obligationer kan være beholdt af låntagerne selv og kan have tjent som sikkerhed for banklån.

I hvilken grad disse obligationskøb foretages af erhvervsvirksomheder, og i hvilken grad der er tale om personlig kapitalanbringelse kan ikke oplyses.

Aktieselskaber, bortset fra banker og forsikringsselskaber, ejede ifølge Aktieselskabsstatistikken værdipapirer til en bogført værdi af 3,6 mldr. kr. ved udgangen af 1963. En del af disse beholdninger er aktier og private pantebreve.

Ifølge aktieselskabsstatistikken er de større selskabers beholdninger af aktier, obligationer og andre værdipapirer i de senere år steget som vist i tabel 12.

En del af denne stigning skyldes dannelse af nye aktieselskaber og næppe foretagne værdipapiranskaffelser. Dette gælder navnlig finansieringsselskaber, hvoraf et stort antal familieselskaber er dannet i de senere år af skattemæssige hensyn. De i statistikken medtagne finansieringsselskaber er således både i antal og aktiekapital steget ca. 70 pct. i de anførte år.

På grundlag af det ovenanførte synes aktieselskabernes (bortset fra banker og forsikringsselskaber) køb af obligationer at have andraget 200-300 mill. kr. årligt i de senere år. Det synes således, at erhvervsvirksomheder i det hele taget uden for pengeinstitutter og forsikring kun er af underordnet betydning som efterspørgere på obligationsmarkedet.

Som nærmere omtalt i kapitel 4, afsnit V,

*Tabel 12. Stigning i bogførte værdipapirbeholdninger i aktieselskaber med over 1/4 mill. kr aktiekapital excl. banker og forsikringsselskaber.*

|                                                      | 1959      | 1960      | 1961      | 1962      | 1963      | 1964      |
|------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                                                      | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. |
| Industriselskaber . . . . .                          | 41        | 93        | 189       | 151       | 170       | 201       |
| Varehandel . . . . .                                 | 50        | 82        | 53        | 46        | 19        | 62        |
| Finansieringsselskaber . . . . .                     | 117       | 44        | 121       | 45        | 78        | 63        |
| Ejendomsselskaber . . . . .                          | (197)     | (-196)    | -38       | 10        | 8         | 15        |
| Rederier . . . . .                                   | -6        | 71        | 26        | 4         | -20       | 54        |
| Telefon- og telegrafelskaber                         | -30       | 9         | -3        | 4         | 2         | 8         |
| Andre selskaber . . . . .                            | 24        | 40        | 37        | 27        | 23        | 46        |
| Ialt (excl. ejendomsselskaber i 1959-1960) . . . . . | 196       | 339       | 385       | 287       | 280       | 449       |

i) bevægelserne i ejendomsselskabernes værdipapirbeholdninger 1959-1960 synes at bero på ændring i opgørelsesprincipperne  
Kilde: Statistiske Efterretninger.

Tabel 13. Cirkulerende børsnoterede obligationer, ultimo 1964.  
Pålydende værdi.

| Placering                                                   | Stats-<br>obligationer | Kommune-<br>obligationer | Kredit-<br>forenings<br>obligationer | Hypotek-<br>forenings<br>obligationer | A. realkredit-<br>obligationer | A. børs-<br>noterede<br>obligationer | Ialt      |
|-------------------------------------------------------------|------------------------|--------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------|--------------------------------|--------------------------------------|-----------|
|                                                             | mill. kr.              | mill. kr.                | mill. kr.                            | mill. kr.                             | mill. kr.                      | mill. kr.                            | mill. kr. |
| Nationalbanken .....                                        | 98                     | 45                       | 1.140                                | 173                                   | 284                            | 11                                   | 1.751     |
| Forretningsbankerne .....                                   | 181                    | 264                      | 1.467                                | 305                                   | 229                            | 216                                  | 2.662     |
| Sparekasserne .....                                         | 288                    | 308                      | 1.115                                | 76                                    | 195                            | 78                                   | 2.060     |
| Overformynderiet .....                                      | 37                     | 34                       | 455                                  | 56                                    | —                              | 2                                    | 584       |
| Forsikringsselskaber,<br>pensionskasser <sup>1)</sup> ..... | 1.343                  | 310                      | 6.442                                | 880                                   | 752                            | 129                                  | 9.856     |
| Postgirokontoret .....                                      | 116                    | 14                       | 105                                  | 122                                   | 448                            | 28                                   | 833       |
| Andre .....                                                 | 1.907                  | 879                      | 10.552                               | 1.597                                 | 621                            | 384                                  | 15.940    |
| Ialt .....                                                  | 3.970                  | 1.854                    | 21.276                               | 3.209                                 | 2.529                          | 848                                  | 33.686    |

i) excl. ATP.

Kilde: Statistisk Årbog.

ejes betydelige obligationsbeholdninger af en række institutioner, legater og fonds, ligesom obligationer udgør den væsentligste del af de formuer, der forvaltes af Overformynderiet og de to store københavnske sparekassers forvaltningsafdelinger, hvis samlede formuer under forvaltning er steget fra ca. 600 mill. kr. i 1956 til ca. 1200 mill. kr. i 1965.

Det drejer sig bl.a. om Realkreditinstitutternes formue (ca. 700 mill. kr. ult. 1964), Arbejdsløsheds- og Sygekassernes formue (ca. 800 mill. kr.), Legatmidler (ca. 1500 mill. kr.), umyndiges midler (ca. 250 mill. kr. og andre formuer under særlig forvaltning (ca. 2250 mill. kr.). Bortset fra Overformynderiets obligationer (der allerede er omtalt) kan det skønnes, at obligationsbeholdninger på ca. 6 mldr. kr. kan henføres til sådanne institutioner og fonds, således at den obligationsmængde, der beror hos pri-

vate (bortset fra formuer under forvaltning), synes at beløbe sig til ca. 10 mldr. kr. (nom. værdi) eller ca.  $\frac{1}{4}$  af den samlede cirkulerende Obligationsmasse.

#### 4. De forskellige obligationsarters placering.

I tabel 13 er der på grundlag af Danmarks Statistiks årlige oversigter over de cirkulerende børsnoterede obligationer givet oplysning om de forskellige obligationskategoris placering.

For statsobligationers vedkommende har de cirkulerende beløb, som tidligere omtalt, været nedadgående. Det synes, som om Nationalbankens og forretningsbankernes beholdninger er reduceret mere end gennemsnittet. Forretningsbankerne holder i det hele taget en forholdsvis ringe del af statsobligationerne, medens sparekassernes andel er forholdsvis stor.

Banker og sparekasser ligger med en for-

Tabel 14. Stigning i cirkulerende kredit- og hypotekforeningsobligationer.  
Pålydende værdi.

|                                                          | 1957      | 1958      | 1959      | 1960      | 1961      | 1962      | 1963      | 1964      |
|----------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                                                          | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. |
| Nationalbanken ....                                      | -23       | 109       | -143      | 55        | 10        | 351       | 174       | 537       |
| Forretningsbankerne ..                                   | 75        | 162       | 176       | -18       | 114       | 157       | 394       | 277       |
| Sparekasserne .....                                      | 23        | 87        | 33        | -6        | 60        | 44        | 145       | 4         |
| Overformynderiet ..                                      | 4         | 10        | 8         | 12        | 11        | 7         | 12        | 27        |
| Forsikringsselskaber,<br>pensionskasser <sup>1)</sup> .. | 286       | 384       | 493       | 273       | 754       | 528       | 707       | 627       |
| Postgirokontoret ... }                                   | 223       | 267       | 772       | 1.129     | 925       | 958       | 29        | 40        |
| Andre .....                                              |           |           |           |           |           |           | 1.337     | 1.942     |
| Ialt .....                                               | 588       | 1.019     | 1.339     | 1.445     | 1.874     | 2.045     | 2.798     | 3.454     |

1) excl. ATP.

Kilde: Statistisk Årbog.

holdsvis stor del af kommuneobligationerne, medens forsikringsselskaber og »andre« har en forholdsvis mindre andel.

De totale beholdninger af kreditforeningsobligationer er ret jævnt fordelt, dog er forretningsbankernes andel forholdsvis ringe, medens bankernes andel af hypotekforeningsobligationerne er forholdsvis stor.

Placeringen af de senere års betydelige tilgang af kredit- og hypotekforeningsobligationer er anført i tabel 14.

Overigten viser bl.a., hvilken betydelig del af udbudet af kredit- og hypotekforeningsobligationer Nationalbanken måttet aftage i 1962 og 1964. Forretningsbankernes og Sparekassernes køb af kredit- og hypotekforeningsobligationer har varieret stærkt, men var betydelige i 1963. De stærke udsving i forsikringsselskabernes køb i 1960 og 1961, som statistikken udviser, falder alene på kreditforeningsobligationer (stigning 1960 187 mill. kr., 1961 609 mill. kr.) og skyldes muligvis ændringer i opgørelsesmetoden. Postgirokontorets beholdninger af kredit- og hypotekforeningsobligationer androg ultimo 1964 227 mill. kr. og er for størstedelen anskaffet i årene 1960-64. Kredit- og hypotekforeningsobligationerne repræsenterer ca. 80 pct. af de senere års samlede tilgang og udgør samme andel af gruppen »andres« obligationsanskaffelser.

De øvrige realkreditinstitutters obligationsudstedelse er ikke fordelt efter det sædvanlige mønster:

*Tabel 15. Stigning i Byggeriets, Landsbankernes, Provsbankernes og Dansk Landbrugs Realkreditfonde.*

|                               | Pålydende værdi |           |           |
|-------------------------------|-----------------|-----------|-----------|
|                               | 1959-62         | 1963      | 1964      |
|                               | mill. kr.       | mill. kr. | mill. kr. |
| Nationalbanken .....          | 184             | 46        | 54        |
| Forretningsbankerne .....     | 240             | 107       | -118      |
| Sparekasserne .....           | 78              | 90        | 27        |
| Overformynderiet .....        | —               | —         | —         |
| Forsikringsselskaber m.v. . . | 254             | 191       | 307       |
| Postgirokontoret .....        | 202             | 96        | 150       |
| Andre .....                   | 102             | 139       | 380       |
| I alt .....                   | 1060            | 669       | 800       |

Kilde: Statistisk Årbog.

Nationalbanken og Forretningsbankerne har således i de første år aftaget en stor del af de nye realkreditinstitutters obligationer, og Post-

girokontoret har aftaget næsten 20 pct. af emissionerne. Sparekasserne og forsikringsselskaberne har først fra 1963 aftaget en til deres andel i de samlede obligationsanskaffelser svarende del af disse realkreditinstitutters emissioner, og hos det almindelige publikum er disse obligationer først i 1964 slået igennem.

Af særlig interesse kan det være at belyse placeringen af finansieringsinstituttet for håndværk og industri og »skibskreditfondens obligationer«. Disse indgår under gruppen »andre børsnoterede obligationer« (i tabel 13) og har udgjort en stor del heraf i de seneste år:

*Tabel 16. Stigning i »øvrige børsnoterede obligationer«*

|                                                            | Pålydende værdi |           |           |           |
|------------------------------------------------------------|-----------------|-----------|-----------|-----------|
|                                                            | 1961            | 1962      | 1963      | 1964      |
|                                                            | mill. kr.       | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. |
| Nationalbanken .....                                       | 17              | -12       | -10       | 1         |
| Forretningsbankerne .....                                  | 45              | —         | 17        | 6         |
| Sparekasserne .....                                        | 12              | 18        | 3         | -3        |
| Overformynderiet .....                                     | -1              | —         | —         | —         |
| Forsikringsselskaber m.v. . .                              | 30              | -5        | -9        | -1        |
| Postgirokontoret .....                                     | —               | 26        | —         | 2         |
| Andre .....                                                | 11              | 89        | 94        | 104       |
| I alt .....                                                | 114             | 116       | 95        | 109       |
| heraf Finansieringsinstituttet<br>for Håndværk og Industri | 60              | 20        | 45        | 36        |
| Skibskreditfonden .....                                    | —               | 121       | 120       | 38        |

Kilde: Statistisk Årbog.

De nye finansieringsinstitutters obligationer synes fortrinsvis at være placeret uden for forsikringsselskaberne. Forretningsbankerne og sparekasserne har tilsyneladende aftaget en stor del af obligationerne fra finansieringsinstituttet for håndværk og industri i 1962 og 1963.

Slutteligt skal nævnes, at stigningen i de cirkulerende kommuneobligationer (188 mill. kr. i 1964 og 234 mill. kr. i 1963) i særlig grad er aftaget af sparekasser og »andres køb« i de senere år, medens bankerne og forsikringsselskaberne kun i mindre omfang har forøget beholdningerne af kommuneobligationer.

## II. Aktiemarkedet.

### 1 Aktiekapitalernes udvikling.

De samlede aktiekapitaler (nominelle værdier) er steget væsentligt i de senere år (jvf. tabel 17).

Tabel 17. Antal af aktieselskaber og samlet aktiekapital.

|      | Ultimo året     |              | Stigning        |              |
|------|-----------------|--------------|-----------------|--------------|
|      | Antal selskaber | Aktiekapital | Antal selskaber | Aktiekapital |
|      | mill. kr.       |              | mill. kr.       |              |
| 1955 | 10.784          | 4.418        |                 |              |
| 1956 | 11.079          | 4.729        | 295             | 311          |
| 1957 | 11.460          | 5.101        | 381             | 372          |
| 1958 | 11.909          | 5.491        | 449             | 390          |
| 1959 | 12.434          | 5.858        | 525             | 367          |
| 1960 | 13.027          | 6.317        | 593             | 459          |
| 1961 | 13.692          | 7.022        | 665             | 705          |
| 1962 | 14.371          | 7.973        | 679             | 951          |
| 1963 | 14.781          | 8.688        | 410             | 649          |
| 1964 | 15.434          | 9.258        | 653             | 570          |
| 1965 | 15.935          | 10.148       | 501             | 890          |

I alt stigning fra 1955 til 1965 5.151 5.664

i) Indtil 1963 omfatter de angivne beløb kun indbetalt aktiekapital. Fra 1963 er også ikke-indbetalte aktiekapitaler medregnet (66 mill. kr. ult. 1964). Denne ændring er ikke medregnet i de anførte stigninger.

Kilde: Statistisk Årbog

I 10-året 1955-65 har der således været en stigning i antallet af aktieselskaber på knapt 50 pct., og samtidig er de nominelle aktiekapitaler mere end fordoblet med en stigning fra 4,4 mldr. kr. ult. 1955 til 10,2 mldr. kr. ult. 1965.

Lægges gennemsnitskurserne for børsnoterede aktier til grund, kan kursværdien for samtlige aktieselskabers aktiekapital anslås til følgende (tabel 18):

Tabel 18. Beregnet kursværdi af samtlige aktiekapitaler

| År                 | Nominelle værdi | Gennemsnitskurs <sup>1)</sup> | Anslået kursværdi |
|--------------------|-----------------|-------------------------------|-------------------|
|                    | mldr. kr.       | mldr. kr.                     | mldr. kr.         |
| Ult. 1953 .....    | 4,0             | 174                           | 7,0               |
| » 1958 .....       | 5,5             | 238                           | 13,1              |
| » 1964 .....       | 9,3             | 258                           | 24,0              |
| Stigning 1954-58.. | 1,5             |                               | 6,1               |
| » 1959-64..        | 3,8             |                               | 10,9              |

i) vejlet gennemsnit af kurserne for officielt noterede aktier og 36 aktier, der noteres på Efterbørsen (jfr. kap. 4, afsnit 1, stk. 2).

Den beregnede kursværdi af samtlige aktier er således mere end tredoblet fra 1953 til 1964, og beløb sig til ca. 24 mldr. kr. ult. 1964 eller et beløb, der er nogenlunde lige så stort som kursværdien af samtlige cirkulerende børsnoterede obligationer. Som nærmere omtalt i et efterfølgende afsnit, er ca. 60 pct. af selskaberne, repræsenterende ca. 50 pct. af aktiekapitalen, lukkede selskaber med 10 aktionærer og derunder, hvis aktier normalt ikke er omsætningspapirer, og af de øvrige selskaber med over 10 aktionærer handles kun 366 selskabers aktier til en samlet kursværdi af ca. 7 mldr. kr. på Børsen. Som omsætningspapir kan aktier således slet ikke sidestilles med obligationer.

## 2. Stigningen i de samlede aktiekapitaler.

Stigningen i aktiekapitalerne er sammensat således (tabel 19):

Tabel 19. Stigning i aktiekapitaler (nom. værdi)

| År           | Nystiftelser      |           | Kapitaludvidelse   |           | Ophævede selskaber og kapitalnedskrivning | Ialt      |
|--------------|-------------------|-----------|--------------------|-----------|-------------------------------------------|-----------|
|              | Kontant indbetalt | Andre     | Reservefondsaktier | Andre     |                                           |           |
|              | mill. kr.         | mill. kr. | mill. kr.          | mill. kr. | mill. kr.                                 | mill. kr. |
| 1956         | 37                | 79        | 6                  | 232       | - 43                                      | 311       |
| 1957         | 39                | 138       | 13                 | 213       | - 31                                      | 372       |
| 1958         | 42                | 152       | 3                  | 227       | - 34                                      | 390       |
| 1959         | 57                | 117       | 13                 | 221       | - 41                                      | 367       |
| 1960         | 89                | 88        | 1                  | 311       | - 30                                      | 459       |
| 1961         | 55                | 178       | 67                 | 440       | - 35                                      | 705       |
| 1962         | 91                | 232       | 254                | 456       | - 82                                      | 951       |
| 1963         | 119               | 101       | 172                | 380       | -123                                      | 649       |
| 1964         | 120               | 82        | -                  | 428       | - 60                                      | 570       |
| 1965         | 73                | 73        | 268                | 571       | - 95                                      | 890       |
| Ialt 1956-60 | 264               | 574       | 36                 | 1.204     | -179                                      | 1.899     |
| 1961-65      | 458               | 666       | 761                | 2.275     | -395                                      | 3.765     |
| 1956-65      | 722               | 1.240     | 797                | 3.479     | -574                                      | 5.664     |

Kilde: Danmarks Statistiks 10-årsoversigt og Statistiske Efterretninger.

Tabel 20. Bruttotilgang af aktiekapital.

|                                                                                           | 1956-60   |      | 1961-65   |      | 1956-65   |      |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|
|                                                                                           | mill. kr. | pct. | mill. kr. | pct. | mill. kr. | pct. |
| Nystiftelser kontant indbetalt .....                                                      | 264       | 13   | 458       | 11   | 722       | 11   |
| » andre .....                                                                             | 574       | 28   | 666       | 16   | 1.240     | 20   |
| Reservefondsaktier .....                                                                  | 36        | 2    | 761       | 18   | 794       | 13   |
| Andre kapitaludvidelser .....                                                             | 1.204     | 57   | 2.275     | 55   | 3.479     | 56   |
| Bruttotilgang ialt .....                                                                  | 2.078     | 100  | 4.160     | 100  | 6.235     | 100  |
| keraf kontant indbetaling ved nystiftelse og kapitaludvidelse excl. reservefondsaktier .. | 1.468     | 70   | 2.733     | 66   | 4.201     | 67   |

Kilde: Danmarks Statistiks 10-årsoversigter og Statistiske Efterretninger.

Der har i de anførte 10 år været en afgang i aktiekapitalerne på 574 mill. kr., hvoraf 97 mill. kr. hidrører fra kapitalnedskrivninger, og 477 mill. kr. fra opløste selskaber. Det er ikke muligt at afgøre, hvor stor en del af det sidstnævnte beløb der må henregnes til egentlig tab af aktiekapital. En del af de opløste selskaber er utvivlsomt afviklet uden tab, bl.a. i forbindelse med fusioner.<sup>1)</sup> Afgangens størrelse indicerer imidlertid, at tab af investeret aktiekapital i de sidste 10 år har været af meget ringe størrelse i forhold til de samlede investerede kapitaler.

Ser man bort fra afgang og betragter bruttotilgangen, var denne sammensat som vist i tabel 20.

Ca. en femtedel af bruttotilgangen i 1956-65 hidrører fra ikke-kontant indbetalte aktiekapitaler ved nystifteiser og repræsenterer stort set enkeltmandsvirksomheders konvertering af egenkapital ved overgang til aktieselskabsformen. Denne omlægning har haft særligt stort omfang i 1957/58 og 1961/62 tilskyndet af ændringer i selskabsskatteloven.

Det var ligeledes ændringer i skattereglerne, der i 1962 gav anledning til den betydelige stigning i kapitaludvidelser (254 mill. kr.) i form af overførsel af frie reserver til aktiekapital, de såkaldte »friaktier« — en betegnelse, som efter udvalgets opfattelse er uklar, særlig fordi den kan give indtryk af, at der er tale om en ydelse til aktionærerne på linje med udbytter o.lign. Udvidelse af aktiekapitalen på denne må-

de er blot en ompostering af aktionærernes andel i selskabets egenkapital og er i konsekvens heraf i det følgende benævnt »reservefondsaktier«. (I Sverige benyttes f.eks. betegnelsen »Fondsaktier«).

I forbindelse med helhedsløsningen vedtoges i marts 1963 lov om udbyttebegrænsning (gældende til 31. marts 1965), der også indeholdt forbud mod udstedelse af reservefondsaktier, som derfor i 1963 begrænsedes til de udstedelser, der var besluttet før forbudets ikrafttræden (172 mill. kr.). Efter udløbet af forbuddet har udstedelsen af reservefondsaktier atter fået betydeligt omfang (268 mill. kr. i 1965). I 1961 beløb udstedelsen af reservefondsaktier sig til 67 mill. kr., væsentligst hidrørende fra et par udenlandskejede selskabers overførsel af frie reserver til de udenlandske moderselskaber.

Den egentlige brutto-kapitaltilgang udgøres således af den kontant indbetalte aktiekapital ved nystifteiser og af kapitaludvidelser excl. reservefondsaktier, i alt nominelt 4.201 mill. kr. i tiåret 1956-65 (sidste linje i tabel 20). Da kapitaludvidelserne med ganske få undtagelser er tegnet til parikurs, afviger den faktiske kapitaltilførsel ikke meget fra dette nominelle beløb. Tilgangen har været næsten dobbelt så stor i årene 1961-65 (2733 mill. kr.) som i de foregående fem år. En væsentlig del af tilgangen i 1961-65 (ca. 500 mill. kr.) hidrører fra udenlandske investeringer. Således var over halvdelen af tilgangen i 1961 udenlandske selskabers investeringer i danske datterselskaber.

### 3. Reservefondsaktier.

Om omfanget af udstedelsen af reservefondsaktier i den periode, der hengik fra de ændrede skatteregler trådte i kraft til det midlertidige forbud mod sådan udstedelse i 1963, kan oplyses (tabel 21):

<sup>1)</sup> Det kan oplyses, at af afgang i aktiekapitalerne som følge af selskabsopløsninger i 1964 og 1965, i alt 138 mill. kr., kan 39 mill. kr. henføres til fusioner o. lign. og 95 mill. kr. til likvidation, hvoraf 87 mill. kr. vedrørte likvidationer i forbindelse med hvilke, der udbetaltes dividende til aktionærerne - hvor meget dividenden har udgjort, er imidlertid ikke oplyst.



Tabel 21. *Reservefondsaktier i 1962 og 1963*

| Selskaber med reserve-<br>fondsaktier i 1962-63: | Antal      | Aktiekapital for<br>udstedelse af<br>reservefonds-<br>aktier<br>mill. kr. | Reserve-<br>fonds-<br>aktier<br>mill. kr. |
|--------------------------------------------------|------------|---------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| Industrielsselskaber ....                        | 212        | 241                                                                       | 231                                       |
| Varehandelsselskaber .                           | 134        | 94                                                                        | 106                                       |
| Investerings- og finan-<br>sieringsselskaber ... | 17         | 38                                                                        | 66                                        |
| Andre selskaber                                  | 43         | 23                                                                        | 23                                        |
| <b>I alt .....</b>                               | <b>406</b> | <b>396</b>                                                                | <b>426</b>                                |

Kilde: Aktieselskabsregisteret.

Som det fremgår af tabel 20, har ca. 3 pct. af samtlige selskaber, repræsenterende ca. 5 pct. af den samlede aktiekapital, i 1962/63 delvis omlagt frie reserver til aktiekapital. Udstedelsen af reservefondsaktier betød godt og vel en fordobling af de pågældende selskabers aktiekapital og svarede til ca. 35 pct. af selskabernes frie reserver før omlægningen. Selskaber, hvis aktier noteres på Børsen og Efterbørsen, synes forholdsvis svagt repræsenteret blandt de selskaber, der har udstedt reservefondsaktier, hvilket måske hænger sammen med, at de børsnoterede selskaber i højere grad end andre selskaber igennem aktieudvidelser til parikurs har givet aktionærerne andel i de opsparede reserver.

Efter udløbet af forbudet mod udstedelse af reservefondsaktier pr. 31. marts 1965 har der atter fundet en række aktieudvidelser sted gennem udstedelse af reservefondsaktier.

En undersøgelse af samtlige officielt noterede selskaber og 30 selskaber, hvis aktier noteres på Efterbørsen, viser, at af de pågældende selskaber overførte 18 selskaber i 1962 frie reserver til aktiekapital. I alt udstedte selskaberne reservefondsaktier for ca. 55 mill. kr. eller en udvidelse af aktiekapitalerne for disse selskaber med 60 pct. i gennemsnit. Udbytteprocenterne reduceredes i næsten alle tilfælde tilsvarende efter udvidelserne. I alt udbetalte de 18 selskaber 16,6 mill. kr. (gennemsnitlig 17,5 pct.) i udbytter før udvidelserne og 16,8 mill. kr. (gennemsnitlig 11,2 pct.) året efter. Udbytteprocenterne har siden (i 1963 og 1964) stort set holdt sig på det reducerede niveau; men heraf har i hvert fald udbytteprocenterne for regnskabsåret 1963 været underkastet udbytte-stoppet fra 1963.

Kurserne påvirkes af aktieudvidelsen og den dermed sammenhængende udbyttenedgang.

Kursnedgangen var dog i de fleste tilfælde forholdsvis svagere - fra gennemsnitlig 376 før udvidelsen til 248 efter udvidelsen - og kan i øvrigt have andre årsager, idet også andre aktier faldt i kurs i 1962.

Kursværdien af de pågældende selskabers aktier steg fra 357 mill. kr. før udstedelsen af reservefondsaktier (ult. 1961) til 373 mill. kr. efter (ult. 1962). Fraregnes en nedgang i kursværdien på 20 mill. kr. i et enkelt selskab, der åbenbart skyldes særlige forhold, har aktionærerne i de øvrige selskaber i kraft af udstedelsen af reservefondsaktier kunnet registrere en formueforøgelse på 36 mill. kr. eller 12,5 pct. i et år, hvor aktiekurserne som helhed reduceredes med ca. 2 pct. Hvorvidt en tilsvarende gevinst ville have opstået også uden udstedelse af reservefondsaktier er svært at sige. I gennemsnit androg for de anførte selskaber kursgevinster og udbytter i 1961 19,7 pct. af kursværdien ultimo 1960, medens udbytter og værdien af reservefondsaktier med fradrag af kurstab i 1962 beløb sig til 20,7 pct. af kursværdierne ultimo 1961. Til sammenligning tjener, at tilsvarende beregninger<sup>1)</sup> for den samlede afkastning af samtlige børsnoterede aktier og 36 unoterede aktier androg ca. 4 pct. i 1961 og ca. 8 pct. i 1962.

#### 4. *Aktiekapitalernes betydning for de enkelte erhverv.*

Fordelt på de vigtigste erhvervsgrene har aktiekapitalerne (nominel værdi) udviklet sig som vist i tabel 22.

En væsentlig del af byerhvervene er organiseret som aktieselskaber, og deres finansieringsforhold er herigennem i større eller mindre grad berørt af forholdene på aktiemarkedet. Ifølge Statistisk Departements erhvervstælling udbetalte aktieselskaberne i 1958 ca. 5 mldr. kr. i lønninger, hvilket svarer til, at ca. en tredjedel af samtlige lønmodtagere uden for landbruget er beskæftiget i aktieselskaber.

Ca. 80 pct. af industriproduktionen finder sted i aktieselskaber, medens aktieselskabsformen er ret sjælden i mindre, håndværksprægede virksomheder. For bygge- og anlægsvirksomhed repræsenterer aktieselskaberne ca. 25 pct. af omsætningen. For engros-handlens vedkommen- de finder ca. 60 pct. af omsætningen sted i aktieselskaber, medens butikshandlen kun i ringe grad (ca. 15 pct.), bortset fra kædeforretninger

O Jvf. kapitel 4, afsnit I, stk. 2.

Tabel 22. Aktiekapitaler.  
Nominel værdi.

|                                                    | Ult.<br>1953 | Ult.<br>1958 | Ult.<br>1964 <sup>1)</sup> | Stigning  |           |
|----------------------------------------------------|--------------|--------------|----------------------------|-----------|-----------|
|                                                    |              |              |                            | 1954-58   | 1959-64   |
|                                                    | mill. kr.    | mill. kr.    | mill. kr.                  | mill. kr. | mill. kr. |
| Industriselskaber . . . . .                        | 1.516        | 2.081        | 3.626                      | 565       | 1.545     |
| Bygge- og anlægsvirksomhed . . . . .               | 53           | 82           | 136                        | 29        | 54        |
| El-, gas-, telefon- og telegrafsekskaber . . . . . | 217          | 294          | 339                        | 77        | 45        |
| Varehandel . . . . .                               | 844          | 1.191        | 1.919                      | 347       | 728       |
| Banker . . . . .                                   | 374          | 522          | 988                        | 148       | 466       |
| Investerings- og finansieringsselskaber . . . . .  | 112          | 200          | 687                        | 88        | 487       |
| Forsikringsselskaber . . . . .                     | 93           | 117          | 188                        | 24        | 29        |
| Ejendomsselskaber . . . . .                        | 227          | 305          | 384                        | 78        | 79        |
| Rederier . . . . .                                 | 240          | 301          | 446                        | 61        | 145       |
| Luftfart . . . . .                                 | 43           | 45           | 65                         | 2         | 20        |
| Jernbaner . . . . .                                | 143          | 139          | 135                        | -4        | -4        |
| Andre selskaber . . . . .                          | 157          | 214          | 345                        | 57        | 107       |
| Ialt . . . . .                                     | 4.019        | 5.491        | 9.258                      | 1.472     | 3.701     |

i) Ikke indbetalte aktiekapitaler er medregnet i 1964, men ikke i tidligere årstal. Denne ændring er ikke medregnet i stigningen.  
Kilde: Statistisk Årbog.

og stormagasinerne, er organiseret som aktieselskaber. Banker og de fleste forsikringsvirksomheder (bortset fra Statsanstalten) drives som aktieselskaber, og det samme gælder stort set ikke-statslige jernbaner, telefondriften, luftfarten og de større rederier.

Set på denne baggrund forekommer de samlede aktiekapitaler og de senere års tilgang af aktiekapital ikke så imponerende.

Som omtalt i nærværende kapitel, afsnit II, stk. 2, hidrører en betydelig del af nettotilgangen regnskabsmæssige posterings (konvertering af egenkapital i forbindelse med overgang til aktieselskabsformen og overførsel af reserver til aktiekapital). Ses bort herfra, har nettotilgangen således været ca. 2400 mill. kr. i de sidste seks år (1959-64), hvoraf en del må henføres til de i tabel 22 anførte investerings- og finansieringsselskaber, som med en samlet aktiekapital på ca. 700 mill. kr. ult. 1964 har haft en voldsom vækst i de senere år (ca. 100 mill. kr. ult. 1953, 200 mill. kr. ult. 1958). Denne selskabsgruppe udgør en broget blanding af små familieaktieselskaber, der varetager en snæver kreds' kapitalanbringelser, mindre og større selskaber der driver finansieringsvirksomhed af forskellig art og betydelige holdingselskaber for en række større virksomheder inden for handel og industri. Investeringsvirksomhed af den i udlandet stærkt udbredte art, der varetager større

kredses investeringer i værdipapirer, er ikke blandt disse selskaber, da sådan virksomhed her i landet af skattemæssige grunde er organiseret som investeringsforeninger. Kapitaltilgangen til investerings- og finansieringsselskaberne har formentlig i høj grad blot været forskellige omposterings af private eller selskabsformuer og er derfor af mindre interesse for vurderingen af aktiekapitalernes betydning for erhvervsvirksomheden her i landet.

Den egentlige kapitaltilførsel i form af aktiekapital til erhvervslivet i årene 1959-64 kan herefter anslås til ca. 2300 mill. kr. Heraf hidrører ca. 550 mill. kr. fra udenlandske investeringer i danske datterselskaber, således at kapitaltilførsel fra det danske kapitalmarked i form af aktiekapital til erhvervsformål kun har udgjort ca. 1750 mill. kr. i årene 1959-64.

På grundlag af den branchemæssige fordeling af bruttotilgangen kan det skønnes, at den egentlige kapitaltilførsel er fordelt som vist i tabel 23.

Hovedparten af tilførslen af aktiekapital samler sig om industrien, engros-handlen, banker og rederier. For industriens vedkommende repræsenterer de anførte ca. 1000 mill. kr. kun ca. 8 pct. af industriens samlede kapitaltilførsel i form af egen opsparring og forøgelse af gæld i årene 1959-64, ca. 300 mill. kr. hidrører fra udenlandske investeringer, og kun ca. 1 pct. af

Tabel 23. Anslået kontant tilførsel af aktiekapital til erhvervsformål 1959—64.

|                                 | mill. kr. | pet. |
|---------------------------------|-----------|------|
| Industriselskaber .....         | 1.000     | 44   |
| Bygge- og anlægsvirksomhed .... | 40        | 2    |
| Telefonselskaber m. v. ....     | 45        | 2    |
| Varehandl. ....                 | 400       | 17   |
| Banker .....                    | 465       | 20   |
| Forsikringsselskaber .....      | 70        | 3    |
| Ejendomsselskaber .....         | 45        | 2    |
| Rederier .....                  | 145       | 6    |
| Luftfart .....                  | 20        | 1    |
| Andre selskaber .....           | 70        | 3    |
| I alt .....                     | 2.300     | 100  |

industriens samlede kapitaltilførsel i disse år kan henføres til emission af børsnoterede aktier. En væsentlig del af aktieudvidelserne inden for handlen må ligeledes antages at hidrøre fra udenlandske investeringer (bl.a. i handel med biler og olieprodukter). Bankerne repræsenterer en forholdsvis stor del af tilgangen, idet bankerne bl.a. af hensyn til banklovens krav om forholdet mellem gæld og egenkapital, har udvidet deres aktiekapitaler stærkt i de senere år. Bankerne er blandt de selskaber, hvis aktiekapitaler er størst i forhold til egenkapitalen. Bankaktier har en vid udbredelse og handles på Børsen i forholdsvis større omfang end de fleste andre brancher. Gennem de efter danske forhold betydelige emissioner af bankaktier i de senere år har det vist sig, at et bredt udsnit af publikum er villig til at deltage i erhvervslivets finansiering gennem aktietegning. Medvir-

kende hertil har formentlig været, at bankernes alsidige investeringer skaber en vis risikospredning, som publikum muligvis savner ved investering i andre enkeltvirksomheder, samt den særlige stilling bankaktier indtager på markedet; men det er måske berettiget at sige, at modtagelsen af bankernes emissioner vidner om en indstilling til aktier hos publikum, der antagelig i højere grad, end det hidtil er sket, også kunne udnyttes til finansiering af anden erhvervsvirksomhed. Samme indtryk får man af investeringsforeningernes stærke vækst i de senere år.

For rederierne er aktiekapitalerne mindre betydningsfulde, idet disse kun udgør 20 pct. af den bogførte egenkapital, hvorimod aktiekapitalerne i telefonselskaberne og luftfartselskabet udgør en væsentlig del af egenkapitalen. En del af de senere års aktieudvidelser i telefon- og luftfartselskaber er tegnet af staten.

### 5. Børsnoterede selskaber.

Som allerede omtalt er hovedparten af aktieselskaberne lukkede selskaber med 10 aktionærer og derunder, som repræsenterer ca. halvdelen af den nominelle aktiekapital. Af selskaber over 10 aktionærer er kun et forholdsvis ringe antal noterede på Børsen:

Næsten 60 pct. af samtlige aktieselskaber med 47 pct. af de samlede aktiekapitaler er således selskaber, hvis regnskaber ikke er offentlig tilgængelige, d.v.s. selskaber, hvis aktionærantal ikke overstiger 10.

Tabel 24. Børsnoterede og unoterede aktieselskaber ult. 1963.

|                                            | Antal selskaber og aktiekapital i selskaber med aktiekapital: |           |                 |           |                     |           |        |           |
|--------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|-----------|-----------------|-----------|---------------------|-----------|--------|-----------|
|                                            | 2 mill. kr. og derover                                        |           | 1/2—2 mill. kr. |           | Under 1/2 mill. kr. |           | I alt  |           |
|                                            | antal                                                         | mill. kr. | antal           | mill. kr. | antal               | mill. kr. | antal  | mill. kr. |
| Selskaber med offentliggjorte regnskaber:  |                                                               |           |                 |           |                     |           |        |           |
| Officielt noterede .....                   | 102                                                           | 1.920     | 11              | 14        | —                   | —         | 113    | 1.934     |
| Noteret på Efterbørsen .....               | 112                                                           | 552       | 108             | 120       | 33                  | 11        | 253    | 683       |
| Unoterede selskaber .....                  | 152                                                           | 971       | 452             | 382       | 5.088               | 585       | 5.692  | 1.938     |
| I alt .....                                | 366                                                           | 3.443     | 571             | 516       | 5.121               | 596       | 6.058  | 4.555     |
| Selskaber med »hemmelige« regnskaber ..... | 391                                                           | 2.235     | 1.388           | 1.148     | 6.953               | 684       | 8.732  | 4.067     |
| Samtlige selskaber .....                   | 757                                                           | 5.678     | 1.959           | 1.664     | 12.074              | 1.280     | 14.790 | 8.622     |

Kilde: Oplysninger fra Danmarks Statistik og børsstabeller.

Det fremgår af tabel 24, at ud af 937 selskaber med 3959 mill. kr. i aktiekapital, som opfylder de formelle betingelser med hensyn til aktionærantal (over 10 aktionærer) og aktiekapital (over 1/2 mill. kr.) for officiel notering, er 113 selskaber med en samlet aktiekapital på 1934 mill. kr. noteret på den officielle kursliste og 220 selskaber med en samlet aktiekapital på 672 mill. kr. noteret på Efterbørsen, medens 604 selskaber med en aktiekapital på 1353 mill. kr. ikke noteres.

For optagelse til notering på Efterbørsen stilles i almindelighed samme betingelser med hensyn til aktiekapitalens størrelse som for optagelse på den officielle kursliste. Der er dog på Efterbørsen noteret 33 selskaber med aktiekapital på mindre end 1/2 mill. kr. (samlet aktiekapital 11 mill. kr.). Herudover findes der godt 5000 selskaber over 10 aktionærer med aktiekapitaler under 1/2 mill. kr. (i gennemsnit ca. 80.000 kr. pr. selskab).

Udover de 366 selskaber, som noteres på Børsen eller Efterbørsen, repræsenterende ca. 30 pct. af de samlede aktiekapitaler, findes således ca. 600 andre større selskaber (ca. 16 pct. af samlede aktiekapitaler), hvis aktier har en potentiel mulighed for at blive handlet på Børsen (jvf. tabel 25). Hermed er perspektivet for Børsens fremtidige aktiehandel dog næppe udtømt, da der utvivlsomt blandt de ca. 1800 større (over 1/2 mill. kr. aktiekapital) lukkede selskaber repræsenterende ca. 40 pct. af de samlede aktiekapitaler (heraf ca. 400 selskaber med en aktiekapital på 2 mill. kr. og derved, godt 25 pct. af de samlede aktiekapitaler) er en række

selskaber, der i fremtiden, bl.a. i forbindelse med generationsskifte i ledelsen af familieselskaber vil få behov for at få tilført aktiekapital fra videre kredse og melde sig på Børsen. I hvilket omfang der kan ventes større udvidelser i kredsen af børsnoterede selskaber er imidlertid ganske usikkert. Nogen tendens til kraftigere vækst i antallet af selskaber, hvis aktier handles på Børsen, kan således ikke spores. I 1963 og 1964 optoges således kun 3 selskaber til officiel notering, og antallet af selskaber, hvis aktier noteres på Efterbørsen, er ikke steget i de sidste par år.

### 6. Børsens omsætning med aktier.

Til belysning af omsætningen med aktier er i nedenstående tabel 26 givet oplysninger om omsætningen af officielt noterede aktier på Børsen i de sidste 10 år. Til sammenligning er anført tilsvarende oplysninger vedrørende omsætningen med obligationer:

Børsens omsætning af aktier er både i sammenligning med obligationsomsætningen og med den samlede noterede aktiemasse kun ringe. Omsætningen af obligationer var således i 1965 over 40 gange større end aktieomsætningen (nominel værdi). Til sammenligning kan anføres, at der på Stockholms Børs i 1964 omsattes aktier for 1060 mill. d. kr., men kun obligationer for 160 mill. d. kr. Omsætningen af aktier på Københavns Fondsbørs var i 1938-39 væsentlig større end de sidste års aktieomsætning, medens obligationsomsætningen er 7-8 dobbelt. Børsens omsætning med obligationer i 1965 sva-

Tabel 25. Børsnoterede selskaber og andre selskaber med aktiekapital på 1/2 mill. kr. og derover ultimo 1963.

|                                | Antal selskaber og aktiekapital: |           |                        |           |                |           |                                                           |           |                          |           |
|--------------------------------|----------------------------------|-----------|------------------------|-----------|----------------|-----------|-----------------------------------------------------------|-----------|--------------------------|-----------|
|                                | Officielt noterede               |           | Noteret på Efterbørsen |           | I alt noterede |           | Andre selskaber med aktiekapital 1/2 mill. kr. eller mere |           |                          |           |
|                                |                                  |           |                        |           |                |           | Med offentlige regnskaber                                 |           | Med hemmelige regnskaber |           |
|                                | antal                            | mill. kr. | antal                  | mill. kr. | antal          | mill. kr. | antal                                                     | mill. kr. | antal                    | mill. kr. |
| Industriselskaber . . . . .    | 58                               | 643       | 47                     | 159       | 105            | 802       | 171                                                       | 476       | 855                      | 1.692     |
| Handelselskaber . . . . .      | 14                               | 215       | 16                     | 29        | 30             | 244       | 143                                                       | 101       | 599                      | 1.051     |
| Banker . . . . .               | 10                               | 546       | 138                    | 236       | 148            | 782       | 8                                                         | 116       | -                        | -         |
| Forsikringsselskaber . . . . . | 2                                | 19        | 28                     | 97        | 30             | 116       | 30                                                        | 23        | -                        | -         |
| Rederier . . . . .             | 14                               | 165       | 7                      | 48        | 21             | 213       | 252                                                       | 637       | 325                      | 640       |
| Andre . . . . .                | 15                               | 346       | 17                     | 114       | 32             | 460       |                                                           |           |                          |           |
| I alt . . . . .                | 113                              | 1.934     | 253                    | 683       | 366            | 2.617     | 604                                                       | 1.353     | 1.779                    | 3.383     |

Kilde: Oplysninger fra Danmarks Statistik og Aktieselskabsregisteret samt børsstabeller.

*Tabel 26. Omsætning af obligationer og aktier på Københavns Fondsbørs. Officielt noterede papirer*

|      | Officielt noterede papirer |                            |
|------|----------------------------|----------------------------|
|      | Obligationer               | Aktier <sup>1)</sup>       |
|      | mill. kr.<br>nominel værdi | mill. kr.<br>nominel værdi |
| 1938 | 358                        | 95                         |
| 1939 | 313                        | 89                         |
| 1954 | 429                        | 68                         |
| 1955 | 318                        | 74                         |
| 1956 | 258                        | 78                         |
| 1957 | 328                        | 125                        |
| 1958 | 724                        | 115                        |
| 1959 | 740                        | 68                         |
| 1960 | 634                        | 62                         |
| 1961 | 834                        | 81                         |
| 1962 | 1.305                      | 79                         |
| 1963 | 1.348                      | 58                         |
| 1964 | 2.003                      | 63                         |
| 1965 | 2.418                      | 56                         |

i) For 1954-62 incl. omsætningen af tegningsrettigheder. I årene 1963-65 androg omsætningen af tegningsrettigheder h.h.v. 6 mill. kr., 11 mill. kr. og 16 mill. kr.  
Kilde: 1938-39: Statistisk Årbog. 1954-65: Børsens årsoversigter.

rede til ca. 6 pct. af den samlede cirkulerende Obligationsmasse, medens aktieomsætningen i dette år - 56 mill. kr. - var 2 pct. af de ca. 2,5 mldr. kr., som den samlede noterede aktiemasse udgør.

Omsætningen af aktier svarede i 1963 til ca. 50 pct. af de 108 mill. kr., kapitaludvidelserne for de noterede selskaber androg i 1963. Børsens omsætning omfatter ikke alene nye emissioner, men tillige omsætning af allerede cirkulerende papirer. Det er dog formentlig således, at hovedparten af aktierne ligger meget fast og

kun sjældent eller aldrig kommer frem i handlen.

Der foreligger ikke oplysninger om, hvilke aktiebeløb der omsættes på Efterbørsen, men det antages kun at dreje sig om små beløb.

Kapitaludvidelser for selskaber, der er optaget til officiel notering, udgør en væsentlig del af den i tabel 23 givne oversigt over faktisk kapitaltilgang ved aktieudvidelser:

*Tabel 27. Kapitaludvidelser for noterede selskaber (excl. reservefondsaktier)*

|                         | 1954-58   | 1959-64          |
|-------------------------|-----------|------------------|
|                         | mill. kr. | mill. kr.        |
| Industriselskaber ..... | 63        | 146              |
| Handelsselskaber .....  | 12        | 79               |
| Telefonselskaber .....  | 56        | 25               |
| Banker .....            | 139       | 263              |
| Rederier .....          | 25        | 51               |
| Andre selskaber .....   | 10        | 23 <sup>1)</sup> |
| I alt .....             | 305       | 587              |

i) heraf luftfart 18 mill. kr.  
Kilde: Udræk af børsstabeller.

Handelsselskaber og navnlig bankerne repræsenterer således i forhold til deres aktiekapitaler en meget stor del af de kapitaludvidelser, der er udbudt på Børsen, medens industriens emissioner både absolut og i forhold til de ca. 1000 mill. kr., hvormed aktiekapitalerne som nævnt i tabel 23 er udvidet i de sidste seks år, har været ringe. I alt repræsenterede industriens emissioner på Børsen som nævnt kun 1 procent af industriens samlede kapitaltilførsel i form af forøget egenkapital og gældsættelse i årene 1959-64.

## KAPITEL 3

### Børsens betydning for erhvervslivet

#### I. Kapitalomlægningent og Børsen.

##### 1. Opsparing og investering. Opsparingsoverskud.

Børsens vigtigste funktion er gennem prisfastsættelse og omsætning af værdipapirer at lette formidlingen af kapital.

Børsens betydning for erhvervslivet vil derfor bl.a. kunne illustreres ved at vise, hvilken rolle den del af kapitalmarkedet, hvis prisfastsættelse - og delvis også omsætning - finder sted på Børsen, spiller ved formidlingen af kapital fra sektorer, der har et opsparingsoverskud, til erhverv, der har et finansieringsbehov udover den opsparing, det pågældende erhverv selv præsterer.

Tabel 28 viser hovedtallene vedrørende opsparing og investering og fordelingen mellem opsparing og investering i henholdsvis den offentlige og den private sektor.

Det i tabellen beregnede samlede opsparingsoverskud svarer til overskuddet på betalingsbalancens løbende poster. Der har i alle de viste år været et opsparingsoverskud i den offentlige sektor, medens investeringerne i den private

sektor, bortset fra 1958, har oversteget den private opsparing — i visse år med større beløb end det offentlige opsparingsoverskud. Der fremkommer således underskud på betalingsbalancens løbende poster.

Børsen har i perioder spillet en betydelig rolle i formidlingen af kapital til kommuner og koncessionerede selskaber; men da emnet for nærværende afsnit er Børsens betydning for erhvervslivet, skal forholdet mellem den offentlige og den private sektor ikke kommenteres yderligere. I stedet søges opsparing og investering i den private sektor nærmere analyseret. Det tilgængelige statistiske materiale til brug herfor er desværre hverken særligt fyldigt eller ajourført, således at man til en vis grad er henvist til at gøre brug af skøn og kun er i stand til at belyse nogle få områder af erhvervslivet. Visse hovedtræk, der kan belyse Børsens betydning for nettobevægelser af kapital mellem større områder inden for den private sektor, lader sig dog uddrage, som vist i tabel 29.

Det er vigtigt at erindre sig, at de opgivne beløb for de viste områders opsparingsoverskud

Tabel 28. Opsparing og investering.

|                                                         | 1957      | 1958      | 1959      | 1962      | 1963      | 1964      |
|---------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                                                         | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. |
| <i>Offentlige sektor</i>                                |           |           |           |           |           |           |
| (incl. koncessionerede virksomheder)                    |           |           |           |           |           |           |
| Opsparing . . . . .                                     | 1756      | 1943      | 2487      | 2544      | 3329      | 4060      |
| Investering i nyanlæg . . . . .                         | 1305      | 1445      | 1545      | 2325      | 2550      | 3240      |
| Difference: Opsparingsoverskud: . . . . .               | 451       | 498       | 942       | 219       | 779       | 820       |
| <i>Private sektor</i>                                   |           |           |           |           |           |           |
| (excl. koncessionerede virksomheder)                    |           |           |           |           |           |           |
| Opsparing . . . . .                                     | 4776      | 4665      | 5654      | 7658      | 7528      | 9399      |
| Investeringer i nyanlæg, lagre og besætninger . . . . . | 4963      | 4314      | 6474      | 9548      | 8177      | 11592     |
| Difference: Opsparingsoverskud: . . . . .               | -187      | 351       | -820      | -1890     | -649      | -2193     |
| Samlet opsparingsoverskud: . . . . .                    | 264       | 849       | 122       | -1671     | 130       | -1373     |

Kilde: Økonomisk Årsoversigt marts 1966 og tidligere oversigter.

Tabel 29. Privat opsparing og investering (excl. koncessionerede virksomheder).

|                                                      | 1957      | 1958      | 1959      | 1962      | 1963      | 1964      |
|------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                                                      | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. |
| <i>1. "Underskudsområder":</i>                       |           |           |           |           |           |           |
| <i>Boligbyggeri:</i>                                 |           |           |           |           |           |           |
| Opsparingsoverskud 1) .....                          | -895      | -880      | -1165     | -1835     | -1840     | -2505     |
| <i>Landbrug:</i>                                     |           |           |           |           |           |           |
| Opsparing 2) .....                                   | 647       | 431       | 465       | 587       | 601       | ca. 700   |
| Investering i nyanlæg 3), lagre og besætninger ..... | 629       | 498       | 600       | 1060      | 728       | 1297      |
| Opsparingsoverskud .....                             | 18        | -67       | -135      | -473      | -127      | -597      |
| <i>Industri:</i>                                     |           |           |           |           |           |           |
| Opsparing 4) .....                                   | 815       | 943       | 1086      | 1387      | 1475      | 1791      |
| Investeringer i nyanlæg og lagre .....               | 1107      | 735       | 1601      | 2501      | 2017      | 2496      |
| Opsparingsoverskud .....                             | -292      | 208       | -515      | -1114     | -542      | -705      |
| <i>Søfart:</i>                                       |           |           |           |           |           |           |
| Opsparing 4) .....                                   | ca. 250   | 225       | 210       | 180       | 190       | ca. 220   |
| Investering i skibe .....                            | 415       | 470       | 540       | 445       | 290       | 585       |
| Opsparingsoverskud .....                             | -165      | -245      | -330      | -265      | -100      | -365      |
| Ialt opsparingsoverskud .....                        | -1334     | -984      | -2145     | -3687     | -2609     | -4172     |
| <i>2. Øvrige private sektor:</i>                     |           |           |           |           |           |           |
| Opsparing .....                                      | 3064      | 3066      | 3893      | 5504      | 5262      | 6688      |
| Investering i nyanlæg og lagre .....                 | 1917      | 1731      | 2568      | 3707      | 3302      | 4709      |
| Opsparingsoverskud .....                             | 1147      | 1335      | 1325      | 1797      | 1960      | 1979      |
| Samlet privat opsparingsoverskud .....               | -187      | 351       | -820      | -1890     | -649      | -2193     |

1) Der er set bort fra de boligbyggende erhvervs opsparing, således at boligbyggeriets opsparingsunderskud er lig med investeringerne i boligbyggeriet.

2) Selvstændige landbrugeres opsparing + opsparing i mejerier og slagterier.

3) incl. slagterier og mejerier.

4) Henlagt overskud + afskrivninger.

Kilde: Økonomisk Årsoversigt marts 1966, aktieselskabsstatistikken og Handelsministeriets beregninger over industriens opsparing.

er nettobeløb, der dækker over betydelige bruttoposteringer.

Når der f.eks. i 1957-58 har været balance mellem industriens opsparing og investeringer, er det ikke ensbetydende med, at de enkelte virksomheder finansielt har hvilet i sig selv. Der vil herunder være virksomheder, der i 1957-58 havde supplerende finansieringsbehov udover deres egen opsparing og andre, hvis opsparing oversteg investeringerne og således kunne optræde som nettolångivere. Hertil kommer, at de fleste industrivirksomheder på én gang optræder som långivere, bl.a. i form af ydelse af kundefordringer og indskydere i pengeinstitut-

ter, og som låntagere, bl.a. ved stiftelse af varegæld, prioritetsgæld og bankgæld.

Tilsvarende gælder i ikke mindre grad »den øvrige private sektor«. Oversigten anfører nettobevægelserne for et højst uensartet område, hvis forskellige dele ikke alle kan opvise et opsparingsoverskud, og som i øvrigt både står som långivere og som låntagere. Desværre er det ikke muligt at belyse disse bruttoomflytninger af kapital, som jo set fra kapitalmarkedets synspunkter er de mest interessante.

På opsparingssiden indeholder det i tabel 29 anførte beløb »den øvrige private sektor« den samlede private opsparing bortset fra de speci-

ficerede sektorer, landbrug, industri og søfart og bortset fra koncessionerede virksomheder. Man sonderer sædvanligvis mellem på den ene side institutionel opsparring, d.v.s. opsparring i aktieselskaber, kooperative virksomheder, selvejende institutioner o.lign., og på den anden side personlig opsparring, der består af selvstændige erhvervsdrivendes opsparring og af lønmodtagernes opsparring. I tabel 29 er der allerede gjort brud på denne sondring derved, at der dels som landbrugets opsparring er anført summen af selvstændige landbrugeres (personlige) opsparring og den institutionelle opsparring i slagterier og mejerier, dels ved at de anførte værdier for industriens opsparring er resultatet af en opregning af industriaktieselskabernes (institutionelle) opsparring til hele industrien, hvorved en del af de selvstændige industridrivendes (personlige) opsparring er medregnet.

Den øvrige private opsparring - 6688 mill. kr. i 1964 ifølge tabel 29 omfatter bl.a. lønmodtagernes opsparring (fortrinsvis i form af livsforsikringspræmier, afbetaling på prioritetsgæld og indskud i pengeinstitutter), som ifølge Statistisk Departements undersøgelser af lønmodtagerhusstandes forbrugsudgifter er steget fra gennemsnitlig 4,6 pct. af indkomsten i 1955 til 6,7 pct. i 1963. Det skønnes, at lønmodtagernes opsparring har beløbet sig til ca. 1900 mill. kr. i 1964. Endvidere omfatter »den øvrige private opsparring« de finansielle institutioners opsparring, d.v.s. afskrivninger og henlæggelser i pengeinstitutter og forsikringsselskaber m.v., der har beløbet sig til ca. 550 mill. kr. i 1964, medens de resterende ca. 4200 mill. kr. er de øvrige selvstændige erhvervsdrivendes opsparring. På grund af den stærke stigning i investeringer i en række erhverv uden for industri og landbrug synes den sidstnævnte gruppe erhvervsdrivende, taget under ét, i modsætning til tidligere at have haft et opsparingsunderskud på ca. 500 mill. kr. ud over investeringerne (i lagre, bygninger, transportmidler, maskiner og udstyr m.v.), som ifølge de foreløbige nationalregnskabs-beregninger har beløbet sig til ca. 4700 mill. kr., medens denne gruppes opsparring i 1957-58 synes at have oversteget investeringerne med ca. 600 mill. kr. årligt.

## 2. Kapitalomlægningen.

De her omtalte oplysninger vedrørende opsparring og investeringer er sammendraget i tabel 30, der viser opsparringsoverskuddet i den private sektor. Trods den usikkerhed, der er knyttet

til tallene på grund af materialets karakter, synes oversigten dog at sige noget væsentligt om udviklingen i netto-kapitaloverførslerne mellem de forskellige områder inden for den private sektor, idet det må erindres, at oversigten viser nettoresultatet af kapitaltransaktioner ad lange omveje, hvori indskud og låntagning i pengeinstitutter og (i 1964) låntagning i udlandet spiller en afgørende rolle.

*Tabel 30. Opsparingsoverskud i den private sektor (excl. koncessionerede virksomheder).*

|                                                       | 1957-58<br>gennemsn. | 1964      |
|-------------------------------------------------------|----------------------|-----------|
|                                                       | mill. kr.            | mill. kr. |
| Boligbyggeri .....                                    | -0,9                 | -2,5      |
| Landbrug .....                                        | -0,1                 | -0,6      |
| Industri .....                                        | 0                    | -0,7      |
| Søfart .....                                          | -0,2                 | -0,3      |
| Øvrige erhverv .....                                  | 0,5                  | -0,5      |
| Pengeinstitutter, forsikrings-<br>selskaber m.v. .... | 0,1                  | 0,5       |
| Lønmodtagere .....                                    | ca. 0,7              | ca. 1,9   |
| I alt .....                                           | 0                    | -2,2      |

Nettobevægelserne i 1957-58 har stort set begrænset sig til overførsel til boligbyggeri og i mindre omfang til landbruget af lønmodtagernes opsparring og de selvstændige erhvervsdrivendes overskudsopsparing ud over investering i egne virksomheder. Dette billede svarer til den kapitalomlægning, der fandt sted over obligationsmarkedet, for hvilken prisfastsættelse og omsætning på Børsen spiller en afgørende rolle. I 1957-58 beløb obligationsudstedelsen (efter markedsværdi) sig til ca. 800 mill. kr. for de to år i gennemsnit. Aktieudstedelsen var gennemsnitlig 100 mill. kr. og har således kun haft ringe andel i kapitalomlægningen.

I 1964 er billedet væsentligt ændret. De private investeringer, som i 1957-58 balancerede med den private opsparring, oversteg i 1964 den private opsparring med over 2 mldr. kr. Obligationsmarkedets rolle er stadig meget betydelig. Obligationsudstedelsen netto til markedsværdi androg 3,1 mldr. kr. i 1964 og noget større i forhold til boligbyggeriet (2,5 mldr. kr.) end i 1957-58, hvilket bl.a. er udtryk for en vis stigning i obligationsudstedelsens betydning for de erhvervsmæssige investeringer. Kapitalomlægning via aktiemarkedet beløb sig til ca. 250 mill. kr. i 1964, og var således stadig yderst ringe i forhold til obligationsudstedelsen. Lønmodta-



gernes opsparing antages at være 2-3 dobbelt. Som et nyt træk i billedet kommer, at industri og en række andre erhverv, hvis opsparing og investering det ikke har været muligt at specificere, i 1964 optræder med investeringer, der i modsætning til, hvad der var tilfældet i 1957-58, langt overstiger opsparingen i de pågældende erhverv, samtidig med at landbrugets investeringer er øget langt stærkere end landbruger-nes opsparing.

Der er således sket en mærkbar ændring i kapitalmarkedets struktur, der har bevirket, at finansiering af erhvervsmæssige investeringer bliver endemålet for kapitalomlægningen i en ganske anden grad end tidligere, samt at lønmodtagernes opsparing har fået væsentlig større betydning. Der er her tale om omlægninger, for hvilke Børsens rolle som formidler hidtil har været beskeden. Såfremt denne strukturændring er af varig karakter, vil der - også selvom der på længere sigt opnås bedre ligevægt mellem opsparing og investering i den private sektor - kunne opstå behov for øget kapitalomlægning. Et vigtigt spørgsmål bliver, om Børsen skal spille en rolle herfor.

## **II. Industriens kapitalbehov.**

### *1. Handelsministeriets undersøgelse vedrørende industriens kapitalforhold.*

I sine drøftelser af Børsens mulige betydning for erhvervslivets finansiering har udvalget især hæftet sig ved industriens forhold, og man har herunder rejst det spørgsmål, om det - i betragtning af Børsens hidtidige forholdsvist ringe betydning for industriens finansiering - var sandsynligt, at industriens behov for tilførsel af kapital ud over industriens egen opsparing ville udvikle sig således, at Børsen vil og bør komme til at spille større rolle for industriens kapitalforsyning fremover.

Udvalget har i forbindelse hermed drøftet en i Handelsministeriet foretaget undersøgelse over industriens kapital- og finansieringsforhold, som er vedlagt som bilag A.

Udvalget har været opmærksom på, at en undersøgelse af denne art på grund af manglen på udtømmende statistiske oplysninger vedrørende industriens kapitalforhold må være behæftet med en vis usikkerhed, som atter vil indvirke på de vurderinger, der kan uddrages heraf. Uden at tage stilling til undersøgelsens resultater og konklusioner har udvalget fundet, at der var grund til at omtale nogle hovedtræk fra den-

ne undersøgelse, da der så vidt udvalget bekendt ikke foreligger andre forsøg på en helhedsvurdering af industriens kapitalforhold med henblik på at vise, hvilke tendenser der har gjort sig gældende hidtil, og i hvilken retning den fremtidige udvikling må antages at gå.

### *2. Det statistiske grundlag.*

De statistiske oplysninger vedrørende erhvervenes kapital- og finansieringsforhold er sparsomme og har måttet hentes fra forskellige kilder. Redegørelsens beskrivende afsnit har derfor ikke kunnet nøjes med at henvise til tidligere offentliggjort oversigtsmateriale, men har måttet opbygge de totaloplysninger, ud fra hvilke konklusionerne drages, på grundlag af bl.a. Danmarks Statistiks industrielle produktionsstatistik, lager- og investeringsstatistik samt aktieselskabstatistikken. Da den sidstnævnte statistik kun vedrører det udsnit af industrien, der er organiseret som aktieselskaber, medens de øvrige statistikker vedrører hele industrien<sup>1)</sup>, har man måttet foretage opregninger, hvilket naturligvis øger usikkerheden, men som dog er fundet forsvarelige, da over 80 pct. af industrien nu er aktieselskaber (målt efter værditilvækst).

### *3. Industriens opsparing og investering.*

Undersøgelsen viser, at industrien, navnlig i de senere år, er blevet mere afhængig af kapitaltilførsel. Selvfinansiering spiller stadig en betydelig rolle; men der er i 1959-60 sket en ændring, således at investeringerne i maskiner og anlæg, som indtil dette år har været mindre end virksomhedernes sparing, i de senere år har oversteget virksomhedsopsparingen, som vist i tabel 31.

Fra 1952 til 1958 er industriens bruttoopsparing (henlagt overskud + afskrivninger) steget en del mere end produktionen (værditilvæksten) bl.a. steg industriens afskrivninger stærkt fra 1957 til 1958 som følge af de ændrede afskrivningsregler. Siden 1958 er industriens opsparing stort set steget i takt med produktionen. Investeringerne steg kun uvæsentligt stærkere end opsparingen fra 1952 til 1958; men fra 1958 til 1965 er industriinvesteringerne tredoblet og er steget dobbelt så stærkt som opsparingen og produktionen (i løbende priser).

<sup>1)</sup> Investeringsstatistikken bygger dog på Statistisk Departements opregninger af optællinger af investeringer i virksomheder over 20 arbejdere - ca. 80 pct. af hele industrien.

Tabel 31. Industriens bruttoopsparing og faste investeringer.

| År                         | Henlagt overskud | Afskrivninger | Bruttoopsparing ialt | Faste investeringer         | Produktion<br>(værditilvækst) |
|----------------------------|------------------|---------------|----------------------|-----------------------------|-------------------------------|
|                            | mill. kr.        | mill. kr.     | mill. kr.            | mill. kr.<br>(årets priser) | mill. kr.<br>(årets priser)   |
| 1952                       | 233              | 300           | 533                  | 415                         | 4.624                         |
| 1953                       | 248              | 308           | 556                  | 408                         | 5.028                         |
| 1954                       | 258              | 357           | 615                  | 607                         | 5.448                         |
| 1955                       | 274              | 394           | 668                  | 623                         | 5.589                         |
| 1956                       | 313              | 405           | 718                  | 513                         | 5.885                         |
| 1957                       | 343              | 472           | 815                  | 727                         | 6.480                         |
| 1958                       | 375              | 568           | 943                  | 765                         | 6.920                         |
| 1959                       | 416              | 670           | 1.086                | 971                         | 7.950                         |
| 1960                       | 411              | 749           | 1.160                | 1.386                       | 8.881                         |
| 1961                       | 512              | 807           | 1.319                | 1.685                       | 9.766                         |
| 1962                       | 490              | 897           | 1.387                | 1.851                       | 11.132                        |
| 1963                       | 556              | 919           | 1.475                | 1.667                       | 11.485                        |
| 1964                       | 701              | 1.090         | 1.791                | 1.982                       | 13.087                        |
| 1965                       | ca. 750          | ca. 1.200     | ca. 1.950            | 2.349                       | 14.340                        |
|                            | pct.             | pct.          | pct.                 | pct.                        | pct.                          |
| Stigning<br>1952-58 (6 år) | 61               | 90            | 77                   | 84                          | 50                            |
| Stigning<br>1958-65 (7 år) | 100              | 111           | 107                  | 207                         | 107                           |

Kilde: Henlæggelser og afskrivninger opregnet fra aktieselskabsstatistikken til hele industrien (jfr. Bilag A). Investeringer og værditilvækst: Danmarks Statistik (værditilvækst 1965 ligesom de tidl. år excl. fjærkræslagterier).

Den opsparing, der sker gennem opbygning af reserver i virksomhederne kan naturligvis tjene mange andre formål end netop investering i virksomhedens produktionsapparat (f.eks. lagerdannelse, forskning, forøgelse af kontantbeholdninger, anbringelse af midler i penge- og kreditinstitutter eller i andre virksomheder, kreditgivning o.s.v.). Der er dog næppe tvivl om, at virksomhedsopsparingen er af størst betydning for investeringerne.

Der kan derfor være mening i at sammenstille opsparing og investering, som det er gjort i tabel 31. Det vil fremgå heraf, at nettoinvesteringerne (med et ujævnere forløb) frem til 1959 stort set har fulgt udviklingen i opsparingen, der har oversteget investeringerne med 50-200 mill. kr. årligt. Trods betydelig stigning i opsparingen i de senere år er billedet helt ændret fra 1960, idet investeringerne overstiger opsparingen med 200-400 mill. kr. årligt og i 1960-62 samt atter i 1965 er steget stærkere end opsparingen.

Der er grund til at fremhæve dette forløb af forholdet mellem opsparing og investering, der klart viser, at uden et betydeligt tilskud af kapital udefra, havde industrien ikke været i stand til at udvide sit produktionsapparat i det omfang, det er sket i de senere år, og som har muliggjort den produktions- og produktivitetsforøgelse, som var betingelsen for fastholdelse af

den industrielle ekspansion, der igangsattes fra 1958 gennem beskæftigelse i de ledige arbejdskraftressourcer.

#### 4. Industriens kapitaltilførsel.

Industriens samlede kapitaltilførsel forstået som den årlige bruttoopsparing, kapitaltilførsel ved kontant indbetalte aktieemissioner og udvidelser af aktiekapitalen, obligationslån, banklån samt forøgelse af anden gæld er efter beregningerne steget fra ca. 850 mill. kr. i 1952 til ca. 3100 mill. kr. i 1964. Udviklingen vil fremgå af omstående tabel 32.

Den samlede aktiekapitaltilførsel til industrien er således ikke steget meget stærkere fra 1958 til 1964 end fra 1952 til 1958. Dette beror dog alene på, at posten »anden gæld«, som steg stærkt fra 1952 til 1958, bl.a. fordi skibsværfterne og større maskinfabrikker modtog betydelige forudbetalinger (50-300 mill. kr. årligt) i disse år, medens værfterne i de senere år tværtimod må yde deres kunder store kreditter. Som følge af beregningens karakter er der imidlertid særlig usikkerhed med hensyn til opregningen fra aktieselskabsstatistikken til hele industrien for udviklingen i »anden gæld«, der foruden at omfatte varekreditter også indeholder regnskabsmæssige posteringer som garantier m.v. Af større betydning er det at konstatere, at indu-

Tabel 32. Industriens samlede kapitaltilførsel.

| År                  | Brutto-<br>opsparing | Aktieudvi-<br>delser (kon-<br>tant indbetalt) | Stigning i<br>langfristet<br>gæld | Stigning i<br>bankgæld | Tilførsel fra<br>kapitalmarke-<br>det i alt (2,3,4) | Stigning i<br>anden gæld | Samlet ka-<br>pital tilførsel<br>(1,5,6) |
|---------------------|----------------------|-----------------------------------------------|-----------------------------------|------------------------|-----------------------------------------------------|--------------------------|------------------------------------------|
|                     | 1                    | 2                                             | 3                                 | 4                      | 5                                                   | 6                        | 6                                        |
|                     | mill. kr.            | mill. kr.                                     | mill. kr.                         | mill. kr.              | mill. kr.                                           | mill. kr.                | mill. kr.                                |
| 1952                | 533                  | 55                                            | 25                                | 35                     | 115                                                 | 200                      | 848                                      |
| 1953                | 556                  | 75                                            | 40                                | 50                     | 165                                                 | 240                      | 961                                      |
| 1954                | 615                  | 45                                            | 30                                | 35                     | 110                                                 | 405                      | 1.130                                    |
| 1955                | 668                  | 70                                            | 10                                | 30                     | 110                                                 | 270                      | 1.048                                    |
| 1956                | 718                  | 70                                            | 40                                | 60                     | 170                                                 | 455                      | 1.343                                    |
| 1957                | 815                  | 90                                            | 40                                | 100                    | 230                                                 | 430                      | 1.475                                    |
| 1958                | 943                  | 130                                           | 50                                | 40                     | 220                                                 | 420                      | 1.583                                    |
| 1959                | 1.086                | 125                                           | 92                                | 221                    | 438                                                 | 469                      | 1.993                                    |
| 1960                | 1.160                | 130                                           | 150                               | 308                    | 588                                                 | 433                      | 2.181                                    |
| 1961                | 1.319                | 216                                           | 300                               | 233                    | 749                                                 | 166                      | 2.234                                    |
| 1962                | 1.387                | 197                                           | 300                               | 262                    | 759                                                 | 817                      | 2.963                                    |
| 1963                | 1.475                | 131                                           | 300                               | 43                     | 474                                                 | 132                      | 2.081                                    |
| 1964                | 1.791                | 161                                           | 400                               | 152                    | 713                                                 | 579                      | 3.083                                    |
|                     | pct.                 | pct.                                          | pct.                              | pct.                   | pct.                                                | pct.                     | pct.                                     |
| Stigning<br>1952-58 | 77                   | 136                                           | 100                               | 15                     | 92                                                  | 110                      | 87                                       |
| Stigning<br>1958-64 | 90                   | 24                                            | 700                               | 280                    | 224                                                 | 37                       | 95                                       |

Kilde: Kol. 1, 4 og 6 opregnet fra aktieselskabsstatistikken. Kol. 2: 1952-1960: skønnet på grundlag af Danmarks Statistiks oplysninger om stigning i industriselskabernes aktiekapitaler og kontant indbetalte aktiekapitaler ialt 1961-64 Statistiske Efterretninger 1965. Kol. 3 skønnet på grundlag af aktieselskabsstatistikken og oplysninger om realkreditinstitutternes udlån. Jfr. iøvrigt Bilag A.

striens kapitaltilførsel fra det organiserede kapitalmarked i form af aktietegning, obligationslån er mere end tredoblet fra 1958 til 1964, og yderligere væsentlig stigning har fundet sted i 1965 (kol. 5 i tabel 32).

I omstående figur 2 er udviklingen i den årlige opsparing og kapitaltilførsel fra det organiserede kapitalmarked nærmere illustreret.

På figuren er ligeledes indtegnet udviklingen i investeringerne. Det vil ses, at investeringerne (Kurve II) er steget langt stærkere end opsparingen (Kurve I), hvorimod investeringskurven og kurve III, opsparing, aktieudvidelse, lange lån + banklån, d.v.s. industriens selvfinansiering og kapitaltilførsel fra det organiserede kapitalmarked, forløber nogenlunde parallelt.

Som en væsentlig konklusion af den foretagne gennemgang af industriens kapital- og investeringsforhold i perioden 1952-65 synes derfor at kunne udledes, at medens industriens investeringer frem til slutningen af 1950'erne stort set har fulgt udviklingen i virksomhedernes egen opsparing, er det i de senere år blevet tydeligt, at industriens investeringer - og dermed industriproduktionens fremtidige udvikling og konkurrencedygtighed - er afhængig af den samlede kapitaltilførsel, såvel i form af egen opsparing som låntagningen. Forholdene på det

danske kapitalmarked har derved fået en ny og afgørende betydning for den industrielle udvikling her i landet.

#### 5. Industriens kapitaltilførsel via aktiemarkedet.

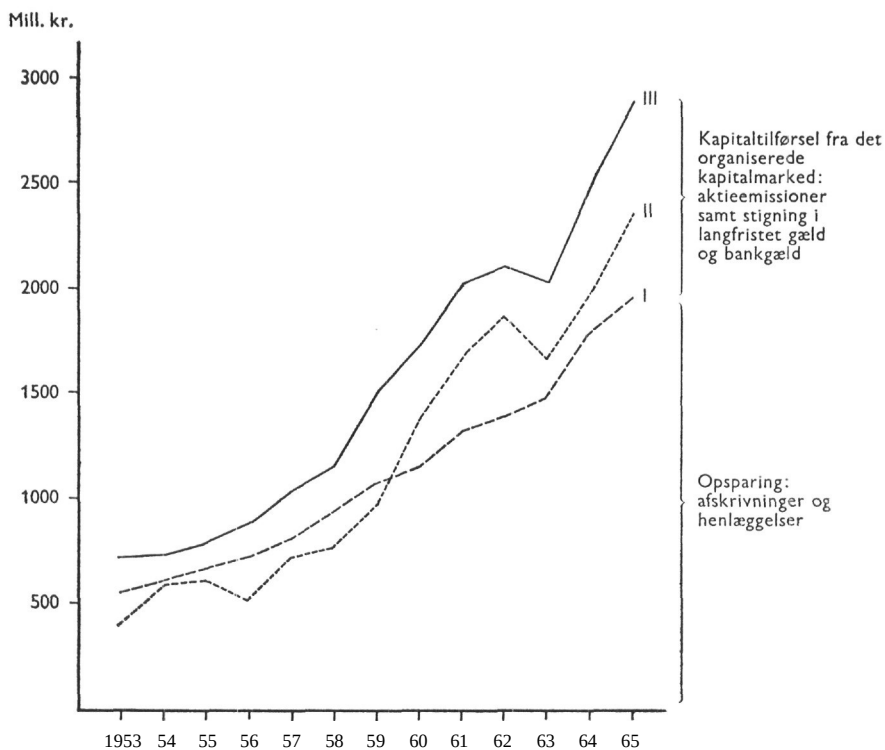
Industriselskabernes aktiekapital er steget fra 1427 mill. kr. ult. 1952 til 3626 mill. kr. ult. 1964, en stigning på 2199 mill. kr. eller 140 pct. på 12 år. Kun en del af denne stigning betegner imidlertid en tilsvarende kapitaltilførsel til industrien. På grundlag af aktieselskabsstatistikken kan det skønnes, at denne stigning hidrører fra:

Tabel 33. Stigning i aktiekapital efter oprindelse.

|                                                                                                       | 1953-64<br>(12 år) |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|
|                                                                                                       | mill. kr.          |
| Kontant indbetalt aktiekapital . . . . .                                                              | 1.440              |
| Overførte reserver til aktiekapital . . . . .                                                         | 271                |
| Overført egenkapital i forbindelse med enkeltfirmaers overgang til aktiesel. skabsformen m.v. . . . . | 488                |
| I alt stigning i aktiekapital . . . . .                                                               | 2.199              |

Som det fremgår af ovenanførte oversigt, skønnes knapt 500 mill. kr. af stigningen i in-

Figur 2. Industriens opsparing og kapitaltilførsel fra det organiserede kapitalmarked.



- I: Opsparing (afskrivninger + henlæggelser).  
 II: Investeringer (årets priser).  
 III: Opsparing + kapitaltilførsel fra det organiserede kapitalmarked (aktieemissioner, obligationslån og banklån).

dustriaktieselskabernes aktiekapital at være overførsler fra tidligere enkeltmandsvirksomheders eksisterende egenkapital i forbindelse med disse virksomheders overgang til aktieselskabsformen og repræsenterer således heller ikke noget kapitaltilskud til industrien som helhed.

Den del af stigningen i aktiekapitalen, som må interessere mest i forbindelse med en undersøgelse af industriens forhold til kapitalmarkedet, er stigningen gennem kontante indbetalinger ved udvidelse af eksisterende aktieselskabers kapital og oprettelse af nye selskaber, der ikke tidligere har bestået under anden form. Det kan anslås, at kapitaltilførsel af denne art har andraget knapt 1,5 mldr. kr. i årene 1953-64. Heraf ca. 500 mill. kr. i 1953-58 og knapt 1 mldr. kr. 1958-64. Kapitaltilførsel til industrien i form af aktietegning har dog nærmest været stagnerende i de senere år, og finansiering gennem aktietegning har ikke haft øget betydning for industriens samlede kapitalforsyning i de

senere år til trods for aktieselskabsformens stigende udbredelse inden for industrien. Af de 1 mldr. kr., der i form af aktieemissioner er tilført industrien fra 1958 til 1964, kan det anslås, at 300-400 mill. kr. hidrører fra udenlandske selskabers direkte investeringer her i landet, og 150 mill. kr. fra børsnoterede industriselskabers emissioner. Kun ca. 1 pct. af industriens samlede kapitaltilførsel i disse år hidrører fra aktieemission på Børsen.

#### 6. Industriens låntagning.

Industriens gæld til bankerne steg ca. 50 pct. fra 1952 til 1958 og ca. 150 pct. fra 1958 til 1964. Bankernes udlån har således været af væsentlig betydning for industriens ekspansion i de senere år. Som det fremgår af tabel 32 androg stigningen i bankgælden i årene 1952-58 kun 40-50 mill. kr. årligt (i 1957 dog ca. 100 mill. kr.), men har siden været 2-300 mill. kr. årligt

(i 1963 dog kun ca. 40 mill. kr.). Bankgæld ult. 1965 udgør ca. 2,5 mldr. kr.

Industrivirksomhedernes banktilgodehavender (og kasser m.v.) udgjorde ca. 1,6 mldr. kr. ult. 1965. Industriens nettogæld til bankerne udgør således knapt 1 mldr. kr., idet et fåtal af virksomheder har meget betydelige bankbeholdninger.

Industriens langfristede gæld er ligeledes steget betydeligt i de senere år. Fra 1952 til 1958 var stigningen ca. 50 pct. ligesom stigningen i bankgælden, men fra 1958 til 1964 er industriens langfristede gæld steget ca. 230 pct., altså endnu stærkere end bankgælden. Realkreditinstitutternes nettoudlån til industrivirksomheder beløb sig til ca. 400 mill. kr. i 1964 og er yderligere steget ca. 25 pct. i 1965 og restgælden udgør formentlig ca. 2,8 mldr. kr. ult. 1965.

### 7. Det fremtidige investeringsbehov.

I redegørelsens sidste afsnit er anstillet betragtninger vedrørende industriens fremtidige investerings- og kapitalbehov. Betragtningerne hviler på iagttagelsen af, at behovet for produktionsapparatets udvidelse ikke blot afhænger af produktionsudviklingen, men tillige af den udvikling i produktiviteten, der ønskes opnået. I svensk industri har det kunnet iagttages, at anlægsværdierne pr. ansat procentvis er forøget væsentligt mere end den opnåede procentvise forøgelse af produktiviteten (produktion pr. mand-time). Forholdet har været mindre tydeligt her i landet - bl.a. fordi der frem til 1960 har været ledige produktions- og arbejdskraftreserver.

Vanskelighederne ved at bedømme produktionens afhængighed af investeringerne er imidlertid betydelige, fordi man ikke her i landet har statistiske oplysninger vedrørende det industrielle produktionsapparats størrelse eller udviklingen heri, men kun oplysninger om de årlige nyinvesteringer, der både omfatter investeringer til erstatning og fornyelse af udslidt og forældet produktionsudstyr, og investeringer, der betyder en nettoforøgelse af produktionskapaciteten. Hvis man skal benytte de foreliggende årlige investeringsoplysninger til beregning af nettotilvæksten i produktionsudstyret, er man derfor henvist til at opstille antagelser vedrørende produktionsudstyrets levetid, udslidnings- og forældelsesgrad, om hvilke forhold eksakte oplysninger ikke foreligger, og som utvivlsomt varierer fra branche til branche og ændrer sig efter den teknologiske udvikling.

I redegørelsen er benyttet skønnede gennemsnitsstørrelser for levetid og udslidningsgrad, som selvsagt må være behæftet med betydelig usikkerhed og kun kan betragtes som regneeksempler, det i høj grad tiltrænges at gøre mere realistiske gennem mere konkrete undersøgelser af udslidningsgraden i industriens produktionsudstyr. Det viser sig imidlertid, at usikkerheden med hensyn til levetid m.v. nok giver sig betydelige udslag i beregningerne af de absolutte værdier af industriens produktionsudstyr på forskellige tidspunkter, men væsentlig mindre usikkerhed med hensyn til den procentvise tilvækst i produktionsudstyrets værdi, fordi en høj udslidningsrate og som følge heraf lave absolutte tilvækster må ses i forhold til lavere samlede værdier af produktionsudstyret, og en lav udslidningsgrad og større absolutte tilvækster må stilles i forhold til højere værdier af produktionsudstyret.

Nedenfor vises de i redegørelsen omtalte beregninger vedrørende forholdet mellem produktivitetstigning og væksten i anlægsværdi i faste priser pr. arbejder.

Tabel 34. Stigning i anlægsværdi (faste priser) pr. arbejder og i produktivitet.

|                                                           | 1950<br>-55 | 1955<br>-60 | 1960<br>-65 |
|-----------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
|                                                           | pct.        | pct.        | pct.        |
| Stigning i anlægsværdi . . . . .                          | 18          | 32          | 53          |
| » i antal arbejdere . . . . .                             | -1          | 19          | 5           |
| » i anlægsværdi pr. arbejder . . . . .                    | 19          | 11          | 46          |
| » i produktion<br>(produktionsindex). . . . .             | 10          | 36          | 37          |
| » i »produktivitet«<br>(produktion pr. arbejder). . . . . | 11          | 14          | 30          |

Fra 1955 til 1960 forøgedes industriens arbejderantal med 48.000 eller 19 pct. og produktionen i faste priser (produktionsindex) med 36 pct. først og fremmest gennem mobilisering af ledige arbejdskraftreserver og med en forholdsvis svagere stigning i anlægsværdien pr. arbejder - 11 pct. Fra 1960 til 1965 har mulighederne for forøgelse af industriens beskæftigelse været mindre, og arbejderantallet er kun forøget med 5 pct. Produktionsstigningen har været lige så stor som i det foregående 5-år, men er fortrinsvis opnået ved stigning i produktiviteten. Dette har øjensynligt været betinget af forøget produktionsudstyr, og anlægsværdien pr. arbejder (i faste priser) er steget ca. 46 pct. fra 1960 til 1965 eller ca. 1½ gange den opnåede produktivitetstigning.

Da der heller ikke i de kommende år kan regnes med væsentlig forøgelse af industriens arbejdsstyrke, må fremtidig produktionsforøgelse hovedsagelig ske ved produktivitsforøgelse. Går man udfra, at en fortsættelse af industriproduktionens vækst — f.eks. en produktionsstigning på 37 pct. i faste priser fra 1965 til 1970, ligesom fra 1960 til 1965 - vil kræve samme forholdsmæssige forøgelse af produktionsanlæggene, d.v.s. ca. 53 pct. fra 1965 til 1970, vil dette - med de i redegørelsen gjorte antagelser vedrørende udskiftningsbehovet - kræve en forøgelse i industriens årlige bruttoinvesteringer på ca. 60 pct. (ca. 10 pct. årligt) regnet i faste priser for, at der både kan blive plads for erstatning af udslidte anlæg og til en sådan forøgelse af produktionsanlæggene. Til sammenligning tjener, at industriens årlige investeringer, regnet i faste priser, steg 100 pct. fra 1955 til 1960, men kun 33 pct. fra 1960 til 1965.

Ved f remregningen af det årlige investeringsbehov spiller imidlertid usikkerheden med hensyn til produktionsudstyrets levetid atter ind i fuldt omfang, hvorfor man som konklusion af betragtningerne vedrørende industriens investeringsbehov antagelig må indskrænke sig **til**, at det er sandsynligt, at industriens årlige investeringer også i de kommende år - således som det overvejende har været tilfældet i den sidste halve snes år - procentvis må forøges mere end industriens produktion, såfremt de senere års udvikling i industriproduktionen skal fastholdes.

#### 8. *Det fremtidige kapitalbehov.*

Så længe man ikke har bedre udtryk for sammenhængen mellem industriproduktionens vækst og produktionsudstyrets størrelse, vil det ikke være muligt nærmere at kvantificere industriens kapitalbehov. Den ovenfor omtalte antagelse af, at de årlige bruttoinvesteringer fortsat må stige mere end produktionen for at opretholde produktionens vækst giver dog nogen vejledning for, hvorledes industriens kapitalbehov udvikler sig, og hvilken størrelsesorden det har, når man lægger de under pkt. 5 i nærværende kapitel omtalte konklusioner vedrørende udviklingen i industriens opsparing (selvfinansiering i form af afskrivninger og henlæggelser) og tilførsel af kapital fra det organiserede kapitalmarked til grund.

Det fremgik heraf, at over en længere periode synes industriens kapitaltilførsel i form af opsparing + tilførsel fra kapitalmarkedet i form

af aktieemissioner, obligationslån og forøgelse af bankgæld at udvikle sig parallelt med industriens investeringer, samt at industriens opsparing i det store og hele hidtil har fulgt udviklingen i produktionen. Såfremt det er en betingelse for fastholdelse af industriproduktionens vækst, at investeringerne stiger mere end produktionen, og altså mere end opsparingen, må industriens tilførsel af kapital fra det organiserede kapitalmarked (aktier, obligationer og banklån), der er steget fra i alt ca. 110 mill. kr. i 1955 over ca. 600 mill. kr. i 1960 til ca. 950 mill. kr. i 1965 fortsat stige mere end industriproduktionen og sandsynligvis stille betydelige krav til det danske kapitalmarked i de kommende år.

Det skal understreges, at der ikke er tale om en forudsigtelse af, at udviklingen faktisk vil forme sig således, men en illustration af, at såfremt det skal undgås, at de begrænsede muligheder for tilførsel af arbejdskraft til industrien fører til stagnerende produktion, er en betydelig forøgelse af industriens muligheder for kapitaltilførsel nødvendig.

### III. Beskatningsforholdenes indvirkning på aktieudbuddet.

1. Det har i udvalget været drøftet, i hvilket omfang beskatningsforholdene over væsentlig indflydelse på udbud og efterspørgsel af aktier og for forholdet mellem erhvervenes finansiering gennem aktietegning og ved optagelse af lån.

For nærmere at belyse disse spørgsmål har udvalget indhentet en redegørelse fra Skatte departementet, udarbejdet af fuldmægtig Poul Olsen, Skatte departementet: Hovedtræk af reglerne om beskatning af aktieselskaber, aktionærer og ejere af obligationer (optrykt som bilag B til betænkningen).

Selskabernes tilbøjelighed til finansiering ved aktieemissioner og dermed udbuddet af aktier påvirkes dels af reglerne om selskabsbeskatningen, dels af afskrivningsreglerne, der over indflydelse på virksomhedernes investering og opsparing og dermed også på virksomhedernes behov for finansiering udefra.

Efterspørgslen efter aktier påvirkes bl.a. af reglerne for beskatning af udbytter og kapitalgevinster i henhold til ligningslovens almindelige skatteregler og lov om særlig indkomstskat, og omtales nærmere under kapitel 4. Idet der henvises til den ovenomtalte redegørelse fra Skatte departementet, er der i de efterfølgende afsnit

foretaget en vurdering af beskætningsforholdenes indflydelse på erhvervenes tilbøjelighed til finansiering over aktiemarkedet.

## 2. Selskabsbeskatningen.

Efter de forenklede regler for selskabsbeskatning, som indførtes ved lov af 11. juni 1960, beregnes selskabernes indkomstskat som en fast procent - 44 pct.<sup>1)</sup> - af den skattepligtige indkomst efter fradrag af halvdelen af den skattepligtige indkomst, dog højst  $2\frac{1}{2}$  pct. af den indbetalte aktiekapital. Selskaberne svarer således også skat af en del af overskuddet, der udloddes til aktionærerne som udbytte, uagtet dette udbytte senere beskattes som indkomst hos aktionærerne. Fra forskellig side i udvalget har man fremhævet de uheldige virkninger af denne dobbeltbeskatning. Man har endvidere henvist til, at selskabsskatten i flere lande, bl.a. i Vesttyskland, som omtalt nedenfor, er væsentlig lavere for den del af overskuddet, der fordeles til aktionærerne end den øvrige del af overskuddet.

Ved beregningen af den skattepligtige indkomst er selskaberne berettigede til at fratrække et beløb svarende til halvdelen af den erlagte forfaldne selskabsskat i det pågældende regnskabsår.

Det hører til undtagelserne, at aktieselskabers skattepligtige indkomst er så ringe i forhold til aktiekapitalen, at reglen om fradrag af halvdelen af den skattepligtige indkomst bliver aktuel, således at det i almindelighed vil være fradraget på  $2\frac{1}{2}$  pct. af aktiekapitalen, der kommer til anvendelse. Det gennemsnitlige forhold mellem aktiekapital og overskud her i landet indebærer, at selskabsskatten andrager ca. 33 pct. af overskuddet før skat<sup>2)</sup>.

Dette er en ret lav beskatning sammenlignet med andre lande, hvor man almindeligvis ikke

kan foretage fradrag for betalt skat i den skattepligtige indkomst. Således var selskabsskatten i 1964 ca. 50 pct. af overskuddet i Sverige, ca. 45 pct. i Holland og Belgien, 52 pct. i Østrig, 50 pct. i Frankrig og 54 pct. i Storbritannien. I Vesttyskland beskattes den del af overskuddet, der ikke fordeles til aktionærerne med 51 pct. og det fordelte overskud med 15 pct. Baggrunden for denne regel har været et ønske om at skabe større smidighed på kapitalmarkedet og bedre muligheder for kapitaltilførsel til nye virksomheder.

Det skal fremhæves, at nogen holdbar sammenligning mellem danske og udenlandske beskætningsforhold kan dog ikke foretages uden også at tage afskrivningsreglerne i betragtning.

En af grundene til, at industrien kun i begrænset omfang benytter sig af aktieemissioner, men foretrækker lånevejen, synes at være at virksomhederne foretrækker lån, der bliver tilbagebetalt, fremfor aktieudstedelse, der forpligter selskabet til udbyttebetaling fremover, samt tillige at selskabsbeskatningen gør finansiering over aktiemarkedet til en dyr finansieringsform, idet renter af lån, men ikke udbytter, er fradragsberettigede som driftsudgifter.

Som nævnt vil der almindeligvis kunne fratrækkes  $2\frac{1}{2}$  pct. af den indbetalte aktiekapital ved beregningen af det beløb, hvoraf selskabsskatten svares, således at de første  $2\frac{1}{2}$  pct. af en aktieudvidelse, som uddeles i udbytte, vil være skattefrie. Tages hensyn til reglen om fradrag af halvdelen af betalte skatter, indebærer dette, at den faktiske »udgift« for selskaber bliver et procent-point lavere end udbytteprocenten. Ved optagelse af lån er renteudgiften en driftsudgift, hvilket med den før nævnte gennemsnitlige beskætningsprocent på 33 pct. af overskuddet før skat indebærer, at selskabets effektive renteudgift kun bliver 67 pct. af lånerenten.

Ud fra denne betragtningsskema er den effektive »renteomkostning« ved finansiering gennem aktieudstedelse til parikurs et par procent-point højere end ved lånefinansiering, såfremt udbytteprocenten fastholdes, og den og lånerenten begge er af størrelsen 9-10 pct. Da udbytteprocenten normalt vil være nogle (typisk 2-3) pct. højere end lånerenten, bliver aktiefinansiering til parikurs med uforandret udbyttepolitik yderligere ugunstig sammenlignet med lånefinansiering.<sup>3)</sup>

<sup>3)</sup> Eksempelvis bliver forskellen mellem den effektive omkostning ved aktiefinansiering med en

<sup>1)</sup> I henhold til lov af 31. marts 1965 om forhøjelse af indkomstskatten af aktieselskaber m. v. blev selskabsskatten for skatteåret 1965-66 udskrevet med en forhøjelse på 20 pct. Det vil sige med 52,8 pct. af den skattepligtige indkomst efter fradrag. Der er i de efterfølgende beregninger set bort fra denne midlertidige forhøjelse.

<sup>2)</sup> Beregningen vedrører »ligevægtsskatten«, d.v.s. det tilfælde, hvor skatten beregnes af en indkomst, der er stabil fra år til år. Med stigende indkomster bliver incidensen noget højere. Eksempelvis vil skatten for et »gennemsnitsselskab« med en årlig stigning i overskuddet før skat på 10 pct. og uforandret aktiekapital i løbet af en 10-årsperiode gradvis forøges til godt 35 pct. af overskuddet før skat. Forøges aktiekapitalen i takt med overskuddet, vil skatteincidensen stort set være uforandret.

En anden konsekvens af, at de øgede udbyttebetalinger ved aktieudvidelser skal udredes af den skattepligtige indkomst, bliver, at den forøgelse af selskabsindkomsten, som opnås ved kapitaludvidelsen, må være større i forhold til kapitaludvidelsen end udbytteprocenten, hvis selskabets hidtidige henlæggelser til reserver skal opretholdes. Skal det undgås, at henlæggelserne reduceres, og er udbytteprocenten eksempelvis 10 pct., må den opnåede indkomstforøgelse (før skat) mindst være ca. 13 pct. af kapitaludvidelsen, medmindre kapitaludvidelsen sker til overkurs.<sup>1)</sup>

Udvidelse af aktiekapitaler til overkurs hører imidlertid til undtagelsen her i landet. Man har i udvalget drøftet, hvorvidt aktieemissioner til overkurs skulle gøre finansiering gennem udvidelse af aktiekapitalen mere tillokkende for selskaberne. En gennemgang af aktieudvidelser i

udbytteprocent på 10 pct. (det gennemsnitlige udbytte for samtlige danske selskaber) og lånefinansiering med et renteniveau på henholdsvis 9 pct. og 7 pct. p. a., når der tages hensyn til skattemønstret:

|                               |          |          |
|-------------------------------|----------|----------|
| Renteniveau                   | 9 pct.   | 7 pct.   |
| Omkostning ved aktieudvidelse | 9,1 pct. | 9,1 pct. |
| Omkostning ved lån            | 6,0 »    | 4,7 »    |
| Difference                    | 3,1 pct. | 4,4 pct. |

<sup>1)</sup> Da emissioner af aktier til overkurs kun påvirker selskabernes formueregnskab, vil »omkostningen« ved aktiefinansiering teoretisk kunne nedbringes til omkostningen ved lånefinansiering eller derunder ved at tilpasse emissionskursen, således at de effektive udgifter ved aktieudvidelsen med uændret udbytteprocent ikke ville overstige de effektive omkostninger ved tilsvarende låneoptagelse, når skatteforholdene tages i betragtning. Eksempelvis kan den effektive omkostning til udbytteforøgelse ved aktieudvidelse med udbytteprocent på henholdsvis 9 pct. og 11 pct. nedbringes til 6 pct. af provenuet ved aktieudvidelsen ved emissionskurser på 139 og 175. Det skal dog fremhæves, at eksemplerne forudsætter, at udbytteprocenten ikke påvirkes af kapitaludvidelsen, hvilket næppe i det lange løb er realistisk, jvf. side 44-45.

| Emissionskurs | Aktieudvidelse |                     | Udbytteprocent |                        | Udbytteomkost. i pct. af provenu |
|---------------|----------------|---------------------|----------------|------------------------|----------------------------------|
|               | nominelt       | kursværdi (provenu) | nominelt       | excl. skattebesparelse |                                  |
| 100           | 100            | 100                 | 9,0            | 8,1                    | 8,0                              |
| 139           | 72             | 100                 | 9,0            | 8,4                    | 6,0                              |
| 100           | 100            | 100                 | 11,0           | 10,1                   | 10,0                             |
| 175           | 57             | 100                 | 11,0           | 10,5                   | 6,0                              |

Ved beregning af »skattebesparelsen« i udbytteprocenten er taget hensyn til, at skattefradraget på 2,5 pct. af aktiekapitalen beregnes af den nominelle værdi.

perioden 1953-1963 for samtlige noterede selskaber gav som resultat, at kun 5 selskaber havde foretaget emissioner til overkurs og i alle tilfælde til ret beskeden overkurs. Til sammenligning kan anføres, at egentlige kapitaludvidelser i svenske aktieselskaber så godt som altid finder sted til overkurs. De svenske emissioner ledsages dog ofte af udstedelse af reservefondsaktier.

For danske aktieselskaber er det imidlertid en helt dominerende praksis, at kapitaludvidelser sker til parikurs (med et mindre tillæg til dækning af omkostninger) med forret for de gamle aktionærer til at deltage i tegningen. Tegningsrettighederne betragtes som en væsentlig del af fordelene ved at besidde aktier.

Ved en flygtig betragtning synes det, som der ved aktieudvidelse til parikurs gives aktionærerne, som har forret til at tegne de nye aktier, en kontant fordel, som selskabet ved at tage en overkurs selv skulle kunne beholde. Det er imidlertid tvivlsomt, om dette synspunkt er rigtigt. Hvis f.eks. et selskab med en aktiekapital på 3 mill. kr. med en kurs på 300 udvider aktiekapitalen med 1 mill. kr. til parikurs, vil de til aktierne knyttede tegningsretter formentlig kunne afhændes til 50 kr. pr. 100 kr. gamle aktier, og aktiekursen må straks efter udvidelsen antages at ligge omkring 250. For den aktionær, der har solgt sin tegningsret, betyder det, at hans aktiepost er faldet lige så meget i værdi, som solget af tegningsretten har indbragt ham; for den aktionær, der har udnyttet sin ret til at tegne nye aktier, betyder det, at værdien af hans aktiepost (gamle + nytegnede) er steget med det beløb, han har betalt ved nytegningen. For begge aktionærer ville forholdet have været ganske det samme, dersom selskabet havde valgt at udvide sin kapital med 1/2 mill. kr. til kurs 200, blot ville tegningsretten være handlet til ca. 14 kr. pr. 100 kr. gamle aktier, og aktiernes nye kurs ville have været ca. 286. Selve udvidelsen har altså ikke bragt aktionærerne kontante fordele.

Det er imidlertid almindeligt, at aktieselskaberne efter en udvidelse til parikurs opretholder deres udbytteprocent. Da udvidelsen til parikurs giver aktionæren en større nominel forhøjelse af hans aktiepost end tilsvarende emission til overkurs, vil denne udvidelsesmåde derved blive fordelagtigst for ham - og dyrest for selskabet. For selskabets vedkommende må det dog tages i betragtning, at det ved udvidelsen til overkurs kun havde fået halvt så stort årligt skattefradrag, nemlig 2 1/2 pct. af 1/2 mill. kr., som ved



udvidelsen til parikurs, hvor det opnår et årligt fradrag på  $2\frac{1}{2}$  pct. af 1 mill. kr.

Aktionærens kontante fordel ligger altså i den uændrede udbytteprocent og den tendens til stigning i den nye aktiekurs, der gerne er en følge heraf. Det er dog tvivlsomt, om denne fordel er mere end rent midlertidig; man kan næppe tænke sig, at et selskab, der har foretaget en eller flere store udvidelser, på længere sigt skulle kunne holde den samme udbytteprocent, som det ville have været i stand til med en mindre aktiekapital.

I det lange løb vil det derfor både for selskaberne og for aktionærerne gøre mindre forskel, om aktieudvidelser sker til pari eller til overkurs, såfremt selskabernes udbytteprocenter varieres efter indtjeningen. Dette er dog næppe altid tilfældet. Baggrunden herfor synes bl.a. at være selskabernes vurdering af det danske publikums almindelige indstilling og de gentagne indgreb over for aktieudbytter og reservefondsaktier, som har gjort selskaberne tilbageholdende med fastsættelse af udbytteprocenter og udstedelse af reservefondsaktier. Tildeling af tegningsrettigheder bliver derfor et vigtigt middel for selskaberne til at delagtiggøre aktionærerne i selskabernes indtjening og henlæggelser. Der ville kræves en mentalitetsændring hos såvel publikum som hos selskaberne, for at aktieemissioner til overkurs kunne blive almindelig, selv om tildeling af tegningsrettigheder i det hidtidige omfang kunne ækvivaleres ved udstedelse af reservefondsaktier, således som det f.eks. sker i Sverige.

Det er således i højere grad traditionsbestemte forhold og tidligere lovgivning om begrænsning af udbytter og udstedelse af reservefondsaktier end skattereglerne, som i denne henseende ikke er principielt forskellige fra beskatningsforholdene i de fleste andre lande, der bevirker, at aktieudvidelse bliver en dyrere finansieringsform end lån.

Spørgsmålet om at foretrække låntagning frem for aktieudvidelse kan vurderes forskelligt alt efter, om det betragtes ud fra selskabsledernes synspunkter eller fra aktionærernes. Selskabernes ledelse vil antagelig ofte være tilbøjelige til at betragte de forpligtelser, der følger med en forøgelse af aktiekapitalen som en belastning for virksomheden, der må afvejes med omkostningerne ved anden form for finansiering, medens det for selskabets aktionærer næppe altid forekommer naturligt at sidestille de rentebeløb, som et selskab skal udrede til uden-

forstående med den andel i overskuddet, der udloddes til selskabets deltagere, og at sidestille en gældsforøgelse med en forøgelse af deltagerne ansvarlige indskud. Man kan således udmærket tænke sig eksempler, der viser, at de fordele, aktionærerne opnår ved finansiering ved aktieemissioner til parikurs og udbytter af den øgede aktiekapital, set fra aktionærernes synspunkt må være større end den skattebesparelse, selskabet opnår ved finansiering ved lån.

### 3. Afskrivningsreglerne.

Udvalget har drøftet afskrivningsreglernes indflydelse på erhvervenes kapitalforhold og behov for finansiering over værdipapirmarkedet.

Fuld udnyttelse af de gældende afskrivningsregler indebærer, at maskiner o.l. materiel kan nedskrives til 50 pct. på 2 år og til ca. 34 pct. på tre år. OECD har i 1964 i forbindelse med en undersøgelse af medlemslandenes investeringspolitik indsamlet oplysninger om medlemslandenes afskrivningsregler og konkluderer i en rapport<sup>1)</sup>, at disse almindeligvis er baseret på det princip, at der i den første tredjedel af en given investerings levetid tillades nedskrivning til halvdelen, og i løbet af levetidens første halvdel tillades nedskrivning til en tredjedel. Sammenligning mellem de forskellige landes afskrivningsregler er imidlertid vanskelig, bl.a. fordi visse lande anvender saldo-metoden som f.eks. i Danmark, medens andre anvender lineære afskrivninger og atter andre kombinationen af disse systemer. Flere lande indrømmer særlig gunstige første-års afskrivninger. Afskrivningsreglernes effekt i det korte løb beror i høj grad på investeringernes almindelige tendens. Den lineære afskrivning vil med uforandrede investeringer i det lange løb indebære ligeså store afskrivningsbeløb som saldometoden; men med stadig stigende investeringer vil saldometoden vedblivende være ensbetydende med en udskydelse af skattebetaling og således virke fremmende på investeringerne.

De gældende afskrivningsreglers indførelse i 1957 var — sammen med flere andre forhold — medvirkende til en stærk stigning i investeringerne og afskrivningerne. For industriaktieselskabernes vedkommende er tale om en stigning i afskrivningerne på 40 pct. fra 1956 til 1958. I de senere år er industriens afskrivninger steget

<sup>1)</sup> »Industrial investment policies«, udg. af OECD juni 1965.

ca. 12 pct. årligt, og beløb sig til ca. 1100 mill. kr. i 1964 (anslået på grundlag af aktieselskabsstatistikken). Hele dette beløb kan næppe - i hvert fald ikke i alle brancher — antages at modsvare faktisk slid og forældelse af anlægene, således at en vis del heraf må betragtes som en virksomhedsopsparing, for hvilken skattebetaling er udsendt. Industrien fik således en vis - muligvis midlertidig - skattelettelse f.eks. i 1964, uden hvilken industriens investeringer i dette år ikke kunne være realiseret uden tilsvarende større kapitaltilførsel. Der er næppe tvivl om, at afskrivningsreglerne for samtlige erhverv har virket fremmende på virksomhedernes opsparing og har afdæmpet stigningen i behovet for kapitaltilførsel, som trods dette er steget stærkt i de senere år. En del af de investeringer, der er finansieret ved hjælp af de skattefrie afskrivninger ville antagelig ikke være foretaget uden disse, således at kapitalmarkedet næppe kan siges at være aflastet for et til skattebesparelserne svarende beløb. Når dertil kommer, at de af skatteforholdene begunstigede investeringer har bidraget til aktivitetsstigning, der i sig selv har skabt stigende behov for kapitaltilførsel til erhvervslivet, er det kun med stort forbehold, det kan hævdes, at afskrivningsreglerne har svækket kapitalmarkedets betydning for erhvervslivet.

#### 4. Konklusion.

Det fremgår af de foranstående bemærkninger, at den delvise dobbeltbeskatning, der finder sted ved, at den del af selskabsfortjenesten, som udloddes til aktionærene, bliver indkomstbeskattet samtidig med, at aktionærene må svare indkomstskat af de udbytter, aktionærene oppebærer, i modsætning til beskatning ved låneoptagelse, for hvilke renterne af eventuelle lån kan fradrages selskabernes skattepligtige indkomst, virker hæmmende på erhvervenes tilbøjelighed til finansiering over aktiemarkedet. Imidlertid vil forskellen mellem den faktiske omkostning ved aktieudvidelse, herunder selskabets øgede »omkostninger« til udbytter af den forøgede aktiekapital, og den faktiske omkostning ved låntagning, når beskatningsreglerne tages i betragtning, antagelig ofte kunne elimineres ved emission til overkurs, der ikke beskattes.

Når aktieemissioner til overkurs i modsætning til, hvad der er tilfældet i udlandet, er yderst sjældne, beror dette dels på dansk tradition, dels til en vis grad på tidligere skatteforhold, som medførte, at udstedelse af reserve-

fondsaktier beskattedes som indkomst hos aktionærene, medens provenuet ved realisation af tegningsret som hovedregel var skattefrie. Når dertil kom, at der i perioder har været forbud mod udstedelse af reservefundsaktier og udbyttebegrænsning, har forholdsvis lave udbytteprocenter gjort emissioner til parikurs til et vigtigt middel for selskaberne til at gøre aktionærene delagtige i selskabernes indtjening og formue-dannelse. Hvorvidt danske selskabsleders indstilling til emissioner til overkurs efterhånden vil ændre sig, når de gældende skatteregler har virket i nogle år, således at de skattemæssige ulemper ved finansiering via aktiemarkedet vil bortfalde, er vanskeligt at sige og vil bero dels på publikums, dels på myndighedernes syn på en ændret udbytte- og emissionspolitik.

Afskrivningsreglerne begunstiger i forhold til tidligere afskrivningsregler - i hvert fald i det korte løb — virksomhedernes selvfinansiering og aflaster dermed i første omgang kapitalmarkedet, men det er sandsynligt, at de på grund af afskrivningsreglerne skabte investeringer bidrager til stigning i den samlede aktivitet og dermed efterspørgsel efter kapital, således at ugunstigere afskrivningsregler næppe ville medføre tilsvarende stigning i erhvervenes kapitalbehov, hvorfor afskrivningsreglerne virker mindre begrænsende på udbuddet af aktier og andre værdipapirer, end en umiddelbar betragtning vil vise.

#### IV. Realkreditinstitutternes lånegrænser.

Under drøftelsen af Børsens betydning for erhvervslivets finansiering har udvalget tillige været opmærksom på muligheden af, at lovgivning og kreditinstitutternes praksis indebærer, at erhvervslivet, eller dele heraf, er ringere stillet end andre lånsøgere, der finansieres over det organiserede værdipapirmarked.

I lovekendtgørelse nr. 139 af 15. april 1957 om kreditforeninger med senere ændringer og lov af 4. juli 1964 om hypotekforeninger fastsættes bl.a. grænser for, hvor store lån i forhold til vurderingssummen de pågældende foreninger må yde, og hvilke arter ejendomme der kan belånes. Kreditforeningsloven bestemmer således, at kreditforeningerne højst kan yde lån op til 60 pct. af vurderingssummen incl. foranstående behæftelser. For lån i industrielle og dermed i klasse stående ejendomme må kreditforeningslån (incl. foranstående behæftelser) dog højst andrage 50 pct. af vurderingssummen for ejendommens grund, bygninger, kraft-

maskiner og øvrige maskiner, der har almindelig anvendelse med tillæg af 25 pct. af vurderingssummen for maskiner m.v., der alene er anvendelige i den særlige i ejendommen drevne virksomhed. Ved beregning af lånegrænsen kan vurderingssummen for de særlige maskiner m.v. ikke medregnes med højere beløb end den ansatte værdi for ejendommen uden dette tilbehør. Den væsentligste del af kreditforeningernes belåning af industrielle ejendomme sker imidlertid i henhold til den særlige regel i kreditforeningslovens § 32, hvorefter lån kan ydes til sådanne ejendomme inden for 40 pct. af værdien af jord og bygninger, idet der ved vurderingen og belåningen ses bort fra værdien af medpantatte maskiner og andet tilbehør. Der er således i kreditforeningsloven fastsat væsentlig lavere grænser for belåning af industrielle ejendomme end beboelsesbygninger og andre erhvervsejendomme, f.eks. landbrugsejendomme og forretningsejendomme. Baggrunden for denne bestemmelse er hensynet til långivernes sikkerhed, idet man formentlig har anset industrielle ejendomme med deres for særlige produktioner indrettede bygninger og maskinel for vanskeligere realisable end andre ejendomme.

I hypotekforeningsloven fastsættes belåningsgrænsen med tillæg af foranstående behæftelser til 75 pct. af vurderingssummen. Der kan ydes lån i beboelses-, butiks- og kontorejendomme samt i landbrugs-, skovbrugs- og gartneriejendomme. Der kan endvidere i foreningernes statutter optages bestemmelser om, at lån kan ydes i industrielle og dermed i klasse stående ejendomme efter særlig fastsatte regler. Den sidste bestemmelse er nydannelse, som gennemførtes i 1964. Tidligere hypotekforeningslove gav overhovedet ikke adgang til at yde lån i industrielle ejendomme. Den nye bestemmelse har imidlertid endnu ikke fået praktisk betydning, idet Boligministeriet i februar 1965 under hensyn til forholdene på obligationsmarkedet henstillede til hypotekforeningerne at undlade at optage bestemmelser i statutterne om ydelse af lån i industrielle ejendomme. Efter iværksættelse af den mellem Nationalbanken og realkreditinstitutterne trufne aftale om begrænsning af bl.a. hypotekforeningernes udlån pr. 1. juli 1965 har boligministeriet ganske vist trukket sin henstilling tilbage; men udlånsbegrænsningerne gør det for tiden vanskeligt for hypotekforeningerne at gøre brug af lovens lempelser med hensyn til udlån til byerhvervene.

For tiden giver lov- og statutmæssige be-

stemmelser således kun kredit- og hypotekforeninger adgang til belåning af mindre end halvdelen af industrielle ejendommers værdi, men op til 75 pct. for f.eks. beboelsesbygninger og landbrugsejendomme.

Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk, hvis obligationer ligeledes noteres på Børsen, yder lån til nyanlæg og udvidelser af håndværks- og industrianlæg. Instituttet arbejder ikke med en fast maksimal lånegrænse; men lånene går sjældent op over 75 pct. af anlægsværdien af grund og bygninger og op til ca. 50 pct. af udgiften til maskinanskaffelsen.

Lovgivningen fra kredit- og hypotekforeninger stiller således industri- og håndværksvirksomheder ringere med hensyn til belåning end boligbyggeri og landbrug, hvorved Børsens betydning for bl.a. industriens finansiering begrænses væsentligt. Under hensyn til, at de eksisterende lånemuligheder næppe udnyttes fuldt ud samt af sikkerhedshensyn har udvalget dog ikke fundet anledning til at foreslå ændringer, der kunne give byerhvervene øgede muligheder for optagelse af obligationslån.

#### **Y. Børsen og industrien (konklusion).**

Udvalget har drøftet grundene til, at aktiemarkedet her i landet er så lille, herunder specielt grundene til, at industrien i almindelighed synes at være meget tilbageholdende over for muligheden af at søge ny kapital ved direkte henvendelse til Børsen, jfr. afsnit II i nærværende kapitel, hvoraf det fremgår, at gennem den kraftige industrialiseringsproces fra 1958 til 1964 er kun ca. 6 pct. af den samlede nettoinvestering i industrien finansieret via aktiemarkedet. Blandt de mange argumenter, som er blevet fremført, skal her fremhæves:

1. For selskaber med en lille, fast aktionærkreds gør der sig utvivlsomt en frygt gældende for, at udvidelse af aktionærkredsen skal betyde, at man mister en del, eventuelt en betydelig del, af sin indflydelse. Man kan undertiden finde dette standpunkt yderligere begrundet ved henvisning til faren for, at nye aktionærkredse vil lægge mindre vægt på virksomhedens vækst og konsolidering. Der henvises herunder til, at i vellede virksomheder vil udbyttet så langt fra beslaglægge hele overskuddet. Såfremt aktiekursen mere indretter sig i overensstemmelse med udbyttet end i overensstemmelse med virksomhedens samlede værdi,

vil man løbe fare for, at aktierne købes op, og at selskaberne derefter »tappes«.

2. For selskaber med under 10 aktionærer har man desuden henvist til, at den nævnte risiko vil blive forøget, såfremt man - ved en udvidelse af antal aktionærer - bliver nødt til at offentliggøre regnskaber. I disse selskaber finder man tillige en ulyst til offentliggørelse af regnskaber begrundet med, at man ønsker ikke at give udenforstående kendskab til virksomhedens interne forhold.

3. Det anføres tillige, at man ofte hos virksomhedernes ansvarlige møder en frygt for, at virksomheden via Børsen skal blive gjort til »kastebold for spekulation«, hvilket dels kan øge faren for det under 1 nævnte og dels vil kunne skabe en uønsket uro omkring virksomheden med deraf følgende uro blandt medarbejdere og kunder.

4. Det er videre blevet anført, at Børsens optagelsesbestemmelser stiller krav, som virksomhederne kan have vanskeligt ved at honorere. (Der skal herom henvises til kap. 4).

5. De gældende regler for beskatning af aktieselskaber samt udbytter og fortjenester ved investering i aktier er anført som en af årsagerne til industriens tilbageholdenhed med hensyn til finansiering over aktiemarkedet. Det vil fremgå af gennemgangen af beskatningsforholdene i nærværende kapitels afsnit III og senere af afsnit II i kapitel 4, at beskatningsreglernes reelle økonomiske virkninger på vilkårene for erhvervenes finansiering ved aktieemission og for publikums investering i aktier er mindre end

ofte antaget. Det er dog sikkert rigtigt, at beskatningsforhold af det almindelige publikum og måske også af mange selskabsledelser anses for ugunstigere for aktier end beskatningsforholdet for andre investeringsobjekter og finansieringsformer og derved faktisk begrænser efterspørgsel og udbud efter aktier.

6. Til det anførte kan som forklaring måske også føjes, at hovedparten af dansk industri er af forholdsvis ny dato. Vi fik i perioden op mod den 1. verdenskrig en række industrivirksomheder, hvoraf mange i dag er at finde blandt de børsnoterede papirer. Efter den 2. verdenskrig er en ny industrialiseringsbølge sat ind. En række nye virksomheder er blevet til, men har endnu ikke set sig nødsaget til at søge kapital over Børsen. Det hører til sjældenheder, at større industrivirksomheder skabes »på bar bund«. Det normale er, at man starter småt og vokser sig stor. Det er imidlertid velkendt, at når virksomhederne går over til 2. og 3. generation, vil der blandt arvtagerne kunne komme ønske om at frigøre sig fra virksomheden, hvilket ofte fører til, at man nu accepterer en udvidelse af aktionærernes antal.

Ud fra det sidstnævnte synspunkt skulle man således kunne vente en støt stigning i udbuddet af aktier i de kommende år. En sådan udvikling vil blive forceret, såfremt den i nærværende kapitels afsnit II, pkt. 8, fremsatte hypotese vedrørende industriens kapitalbehov skulle vise sig korrekt. Dansk industri vil herefter i de kommende år være henvist til at søge en væsentlig større del af sin kapital tilført som lån eller aktiekapital, idet man næppe i fremtiden vil kunne dække en stor del af kapitalbehovet ved egen opsparing som hidtil.

## KAPITEL 4

### Børsen og publikum

#### I. Forrentning og kursudvikling for aktier.

##### 1. Kursindex for aktier.

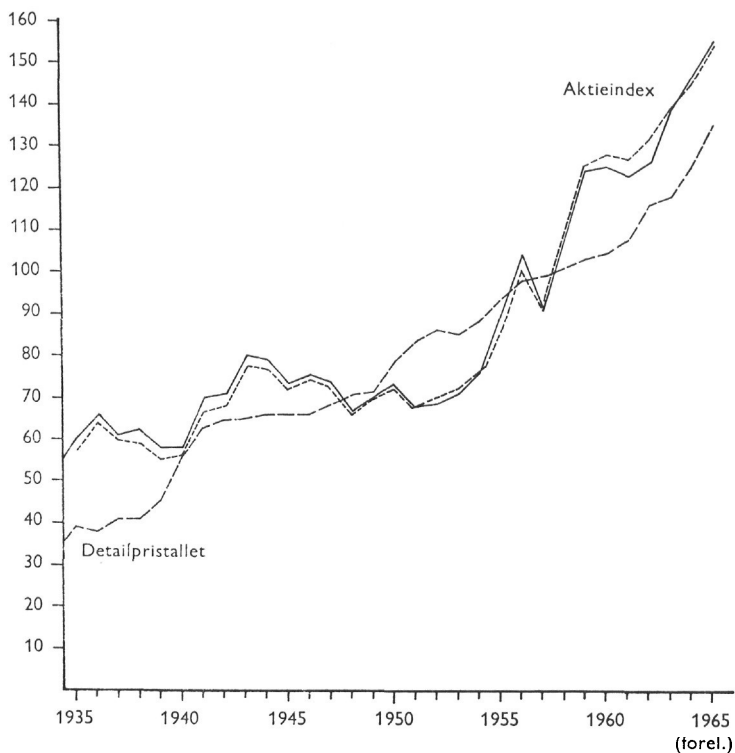
Ved anbringelse af midler i obligationer er det muligt på forhånd at beregne den gennemsnitlige effektive forrentning. Ved beregningen af denne forudsættes det, at obligationerne ikke afhændes, før de ved udtrækning eller ved forud fastsat tidspunkt tilbagebetales, ligesom der ved beregningen tages hensyn både til den årlige (faste) rente og til forskel på købspris og tilbagebetalingspris (normal pari).

Da aktier ikke indløses og den årlige afkast-

ning er variabel, er det ikke muligt på forhånd at beregne, hvad der ville svare til den effektive rente ved anbringelse af midler i aktier. Det kan dog have en vis interesse at undersøge, hvorledes afkastningen har været af investeringer i aktier i givne perioder. Ved sådanne undersøgelser tages der hensyn til udbetalte udbyttet, kursvariationer, tegningsrettigheder og udlodning af reservefondsaktier. Disse forhold tages også i betragtning ved de her i landet og i udlandet beregnede aktieindex for et større eller mindre antal børsnoterede aktier.

Figur 3. Danmarks Statistiks aktieindex og detailpristallet.

Aktieindex ultimo året samt detailpristallet for januar det følgende år (1958 gnst. = 100)



#### Signaturer:

\_\_\_\_\_ : Danmarks Statistiks aktieindex.

..... : Index for kursudvikling (incl. korrektion for kapitaludvidelser) beregnet på grundlag af Statistisk Departements oplysninger for 1935-53 vedr. 99 selskaber i betænkning af 1956 om værdifaste obligationer og Handelsministeriets beregninger for 1954-1965 vedr. 137 selskaber.

\_\_\_\_\_ : Det af Statistisk Departement beregnede »Detailpristal« (basis 1935 = 100 omregnet).

Figur 3 viser udviklingen i det af Danmarks Statistik offentliggjorte aktieindex for perioden 1935-1965. Det skal bemærkes, at Statistisk Departement i 1958 har ændret grundlaget for beregningerne, således at indexet for 1935-1954 er udregnet på grundlag af kursudviklingen (korrigeret for kursbevægelser i forbindelse med kapitaludvidelser) for 44 officielt noterede selskaber og fra 1955 på grundlag af 71 officielt noterede selskaber. På figuren er tillige anført en kurve (stiplet), der viser summen af kursændringer og værdien af tegningsrettigheder og reservefondsaktier beregnet på grundlag af et større antal selskabers aktier. (For 1935-1953 beregninger vedrørende 79 officielt noterede og 20 efterbørsnoterede selskaber på grundlag af Statistisk Departements oplysninger i bilag til Betænkning af 1956 vedrørende værdifaste Obligationer og for 1954-1965 Handelsministeriets beregninger vedrørende 110 officielt noterede og 27 efterbørsnoterede selskaber, jfr. nedenfor).

Endvidere er udviklingen i den tilsvarende periode i det af Statistisk Departement udregnede detailpristal vist på figuren for at illustrere udviklingen i leveomkostningerne sammenholdt med udviklingen i aktieindex på lignende måde, som det blev gjort af det i 1954 nedsatte udvalg vedrørende værdifaste obligationer. I dette udvalg undersøgte udviklingen i aktiekurserne (incl. tegningsret- og reservefondsaktieværdier) i perioden 1935-1954, og man kom til det resultat, »at aktier her i landet i den undersøgte periode kun delvis har fulgt: prisbevægelserne«<sup>1)</sup>. Som det vil ses af figuren, steg detailpristallet i perioden 1935-1954 væsentligt stærkere end aktieindex, men taget over hele den viste 30-årsperiode har aktieindexet i væsentlig højere grad holdt trit med prisudviklingen, men med store afvigelser inden for kortere perioder. Fra 1947 til 1965 er aktieindex klart steget mere end detailpriserne.

## 2. Aktieudbytter og formuestigning.

Publikums interesse for investering i aktier må foruden aktiekursernes udvikling naturligvis også afhænge af aktiers løbende afkast i form af udbytter. Det kan derfor være af interesse at søge belyst, hvorledes den samlede indtjening i form af udbytter samt kursgevinst eller -tab (incl. tegningsret- og reservefondsaktieværdier) har udviklet sig.

<sup>1)</sup> Betænkning nr. 146 af 1956, side 17.

Handelsministeriet har for det i 1961 nedsatte Udvalg vedrørende Investeringsvirksomheder foretaget beregninger over udbyttebetalinger og kursudvikling for børsnoterede aktier og et antal aktier, der handles på Efterbørsen, i alt 137 selskaber i årene 1954-1964 med henblik på videreførelse af forskellige tidligere gennemførte undersøgelser<sup>2)</sup> vedrørende aktiers værdifasthed, idet en sådan undersøgelse er fundet at være af særlig betydning for dette udvalg.

Nedenfor bringes en oversigt over undersøgelsens totalresultater, suppleret med tilsvarende oplysninger for årene 1948-1953 beregnet på grundlag af Statistisk Departements oplysninger vedrørende aktier i 99 selskaber i bilag til den tidligere omtalte betænkning om værdifaste obligationer:

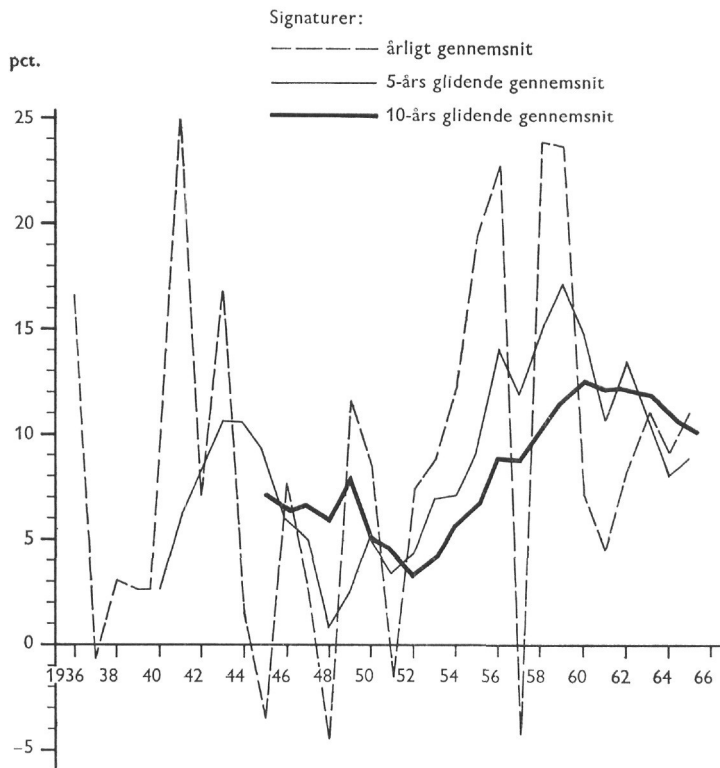
Tabel 35. Gennemsnitlig årligt udbytte og formuestigning for aktier i et større antal selskaber (sammenvejet efter aktiekapitalerne)

| År   | Udbytteprocent | I pct. af kursværdi ved årets begyndelse |                                                               |            |
|------|----------------|------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|------------|
|      |                | Udbytte                                  | Kursvariation, incl. tegningsretværdier og reservefondsaktier | Til sammen |
| 1948 | 8,9            | 4,5                                      | -9,0                                                          | -4,5       |
| 1949 | 9,0            | 5,2                                      | 6,5                                                           | 11,7       |
| 1950 | 9,5            | 5,1                                      | 3,2                                                           | 8,3        |
| 1951 | 9,0            | 5,2                                      | -6,8                                                          | -1,6       |
| 1952 | 10,6           | 6,1                                      | 1,3                                                           | 7,4        |
| 1953 | 10,9           | 6,3                                      | 2,5                                                           | 8,8        |
| 1954 | 11,3           | 6,5                                      | 5,7                                                           | 12,2       |
| 1955 | 11,9           | 6,5                                      | 12,9                                                          | 19,4       |
| 1956 | 12,2           | 6,0                                      | 16,9                                                          | 22,9       |
| 1957 | 11,7           | 5,0                                      | -9,9                                                          | -4,9       |
| 1958 | 12,1           | 5,9                                      | 17,9                                                          | 23,8       |
| 1959 | 12,4           | 5,2                                      | 18,5                                                          | 23,7       |
| 1960 | 12,5           | 4,5                                      | 2,4                                                           | 6,9        |
| 1961 | 13,2           | 4,8                                      | -0,5                                                          | 4,3        |
| 1962 | 13,2           | 5,0                                      | 3,2                                                           | 8,2        |
| 1963 | 12,9           | 5,0                                      | 6,1                                                           | 11,1       |
| 1964 | 12,9           | 4,8                                      | 4,2                                                           | 9,0        |

Kilde: 1948-1953: beregnet på grundlag af Statistisk Departements oplysninger vedrørende 79 officielt noterede og 20 efterbørsnoterede selskaber (vejet efter aktiekapitaler ult. 1935) i bilag til Betænkning af 1956 om værdifaste Obligationer. 1954-1964: Handelsministeriets beregninger vedrørende 110 officielt noterede og 27 efterbørsnoterede selskaber (vejet efter løbende aktiekapitaler).

<sup>2)</sup> Sådanne undersøgelser er bl. a. foretaget af det af finansministeren i 1954 nedsatte udvalg vedrørende værdifaste obligationer (betænkning nr. 146 1956) og af Knud Hansen og Erik Johnsen »Investering i aktier«, udgivet som særtryk af A/S Danisco i 1959.

Figur 4. Gennemsnitlig udbytte + kursændring (incl. korrektion for kapitaludvidelser) 1936–1965 i pct. af kursværdi ved årets begyndelse for optalte selskaber.



Kilde:

1936-1953: beregnet på grundlag af Statistisk Departements oplysninger i bilag til betænkning af 1956 om værdifaste obligationer m.v., 1945-1965: Handelsministeriets beregninger.

Beregningerne søger at give udtryk for den årlige samlede indtjening eller tab ved anbringelse i et stort antal aktier, idet de gennemsnitlige udbytter samt kursændringer incl. tegningsretværdien og værdierne af reservefondsaktier er beregnet i procent af aktiernes kursværdi ved hvert års begyndelse.

Oplysningerne for årene 1948-1953 er beregnet på grundlag af oplysninger vedrørende et noget mindre antal selskaber end oplysningerne for 1954-1964. Opgørelsen for 1954-1964 omfatter (med enkelte undtagelse)<sup>1)</sup> samtlige officielt noterede aktier samt 36 aktier i 27 selskaber, hvis aktier noteredes på Efterbørsen, i alt 172 aktier i 137 selskaber med et samlet nominelt aktiebeløb på 2060 mill. kr. i 1964 eller ca. 80 pct. af de på Børsen og Efterbørsen noterede aktier.

De nominelle udbytteprocenter forøgedes fra gennemsnitlig ca. 9 pct. i 1948 til ca. 12 pct. i 1955, men da udbytteprocenterne har været forholdsvis konstante for mange selskaber i den sidste halve snes år, viser udbytterne i procent af kursværdien en tydeligt faldende tendens fra 6,5 pct. i 1954 til 4,8 pct. i 1964. Det bemærkes, at der har været lovmæssigt bestemte udbyttebegrænsninger fra 1940-1948, i 1957 og i 1963-1964.

Kursændringerne (med korrektion for kapitaludvidelser) viser betydelige udsving fra år til år fra gennemsnitlige kurstab på 7-9 pct. i 1948, 1951 og 1957 til kursgevinster på ca. 18 pct. i 1958 og 1959. Da der ikke i de gennemsnitlige udbytteprocenter kan påvises tilsvarende variationer, er det klart, at andre forhold end selskabernes udbyttepolitik er med til at bestemme kursudviklingen, herunder ikke mindst forventningen om den fremtidige kursudvikling.

<sup>1)</sup> D.D.L., F. E. Bording, Rustfri Stålmontage og Gosch & Co. er undtaget af tekniske grunde.

Da udstedelsen af reservefondsaktier, bl.a. på grund af skatteforhold, har været meget begrænset, har værdien af reservefondsaktier kun haft betydning for beregningerne i 1962.

Undersøgelsen, der ikke tager hensyn til skatteforhold, viser, at investering i aktier over en årrække har givet en betydelig forrentning - ca. 12,5 pct. i årligt gennemsnit i 1954-1964. Det vil sige, at et beløb investeret i de undersøgte aktier i 1954 med reinvestering af udbytter og tegningsværdier ville være forøget med ca. 250 pct. i 1964. En tilsvarende beregning over gennemsnitlige udbytter og kursændringer i perioden 1936-1954 på grundlag af oplysninger fra Statistisk Departement til det i 1954 nedsatte udvalg vedrørende værdifaste obligationer giver et årligt gennemsnit på ca. 6,5 pct., eller kun halvdelen af forrentningen i den sidste 10-årsperiode, hvilket også gav anledning til, at det nævnte udvalg vedrørende værdifaste obligationer i sin betænkning bl.a. fastslog, at anbringelse i aktier kun havde givet en begrænset værdifasthed. Undersøgelsen omfatter også krigsårene; men det kan nævnes, at den gennemsnitlige forrentning i årene 1948-1953 androg ca. 6 pct. og således har været væsentlig lavere end i de efterfølgende 10 år.

Med de stærke kursvariationer fra år til år vil en vurdering af den samlede fordel ved investering i aktier således let kunne få et tilfældigt præg, afhængigt af den periode, der lægges til grund for vurderingen. I figur 4, der viser det årlige gennemsnitlige udbytte + kursændring i pct. af kursværdien ved hvert års begyndelse over en længere årrække, 1936-1965, har man ved at indtegne henholdsvis 5 års og 10 års glidende gennemsnit for den årlige indtjening søgt at give udtryk for hovedtendensen i aktiernes samlede afkast, som er mindre præget af tilfældigheder. Det vil ses af figuren, at

også et glidende 5-års gennemsnit har haft et højst ujævnt forløb, hvorimod et glidende 10-årsgennemsnit måske giver et mere overbevisende udtryk for langtidstendensen, og viser, at en 10-årig investering i et stort antal aktier siden 2. verdenskrigs slutning i gennemsnit har givet fra 8-12 pct. årligt i udbytte og kursgevinst. Tendensen har i de seneste år været faldende (ca. 10 pct. i årligt gennemsnit).

### 3. Kursudviklingen for forskellige brancher.

Som det fremgår af tabel 36 viser opdelingen på brancher ikke større variation fra gennemsnittet for 1954-1964 (ca. 12,5 pct.). Gruppen »andre selskaber« herunder bl.a. telefonselskaber, forsikringselskaber og visse finansieringselskaber viser dog kun ringe gennemsnitlige kursstigninger.

Figur 5 viser imidlertid, at kursforløbet for henholdsvis rederier, banker og industri har været ret forskelligt i de sidste 12 år, og at rederiaktier først i de seneste år atter er nået op på det niveau med kurserne i 1956, medens bankaktier og industriaktier, bortset fra 1957, viser kursstigninger over hele perioden.

De viste kursændringer omfatter et noget større antal selskaber end de beregninger, hvorpå offentliggjorte aktieindex for de pågældende brancher hviler. I bilag C er beregningerne sammenholdt med udviklingen i Danmarks Statistiks aktieindex og Palsbys aktieindex. Det vil ses, at der ikke synes at være større differencer i de forskellige index, end hvad der antagelig kan forklares ved det større udvalg af selskaber i de af Handelsministeriet beregnede index.

Efter de ovenomtalte gennemsnitsberegninger har de samlede indtægter ved investering i et større antal aktier i en årrække inden for den sidste snes år ligget væsentligt over, hvad der

Tabel 36. Gennemsnitlig årlig udbytte og formuestigning 1954-1964 i pct. af kursværdi ved hvert års begyndelse

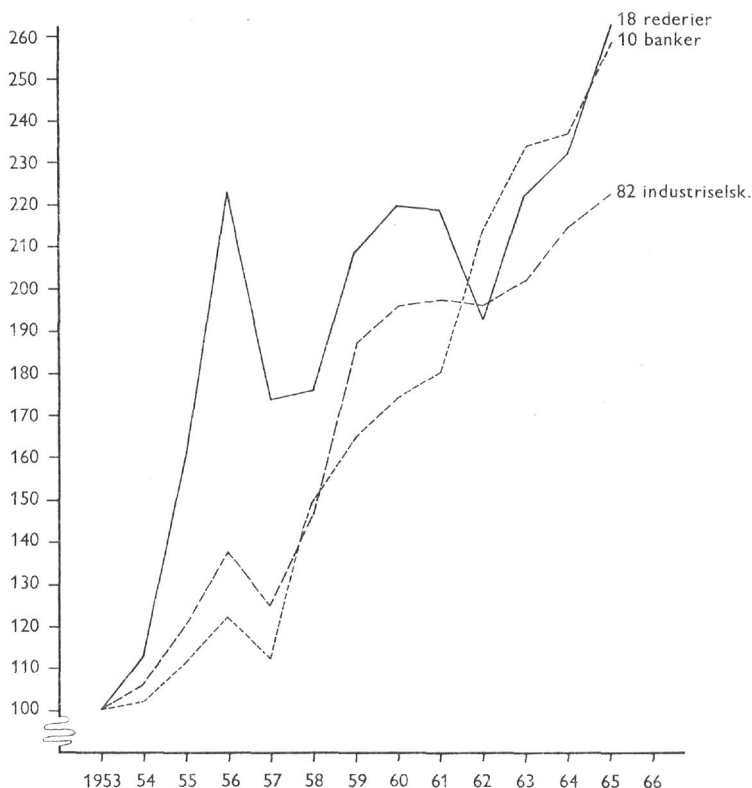
|                                 | 1954-1964 i pct. af kursværdi ved hvert års begyndelse |                       |                       |                         |                                |
|---------------------------------|--------------------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------------|--------------------------------|
|                                 | Industri<br>(109 aktier)                               | Handel<br>(15 aktier) | Banker<br>(10 aktier) | Rederier<br>(23 aktier) | Andre selskaber<br>(15 aktier) |
|                                 | pct.                                                   | pct.                  | pct.                  | pct.                    | pct.                           |
| Udbytte.....                    | 5,0                                                    | 5,7                   | 5,2                   | 5,4                     | 6,4                            |
| Kursændring <sup>1)</sup> ..... | 7,7                                                    | 9,4                   | 8,6                   | 9,5                     | 1,3                            |
| Tilsammen .....                 | 12,7                                                   | 15,1                  | 13,8                  | 14,9                    | 7,7                            |

i) incl. korrektion for kapitaludvidelser.

Kilde: Handelsministeriets beregninger på basis af børsstabeller m. v.



Figur 5. Beregnet kursudvikling (incl. korrektion for kapitaludvidelser) for industri-, bank- og rederiaktier 1953—1965 (ultimo kurser 1953 = 100).



Kilde: Handelsministeriets beregninger over 110 officielt noterede selskabs aktier og 27 selskaber, hvis aktier noteres på Efterbørsen.

kunne have været opnået ved de fleste andre opsparingsformer. Det må imidlertid understreges, at udviklingen i den forløbne periode ikke kan give faste holdepunkter for den, der i fremtiden investerer i aktier. Man må endvidere være opmærksom på, at afkastningen af de enkelte selskabers aktier har varieret stærkt. Selv om der for børsnoterede aktiers vedkommende kun er yderst få aktier, der har givet tab over en længere årrække, vil der ved investering i aktier altid være forbundet en vis risiko.

Ved at sprede investeringerne over et større antal aktier kan den enkelte sparer formindske risikomomentet, som det sker i investeringsforeninger. Herved kan større udbredelse af investering i aktier gennem investeringsforeninger eller lignende virksomheder, der kan tilbyde sparerne aktieandele i et stort antal selskabers aktier tænkes efterhånden at få væsentlig indflydelse på efterspørgslen efter aktier på Børsen.

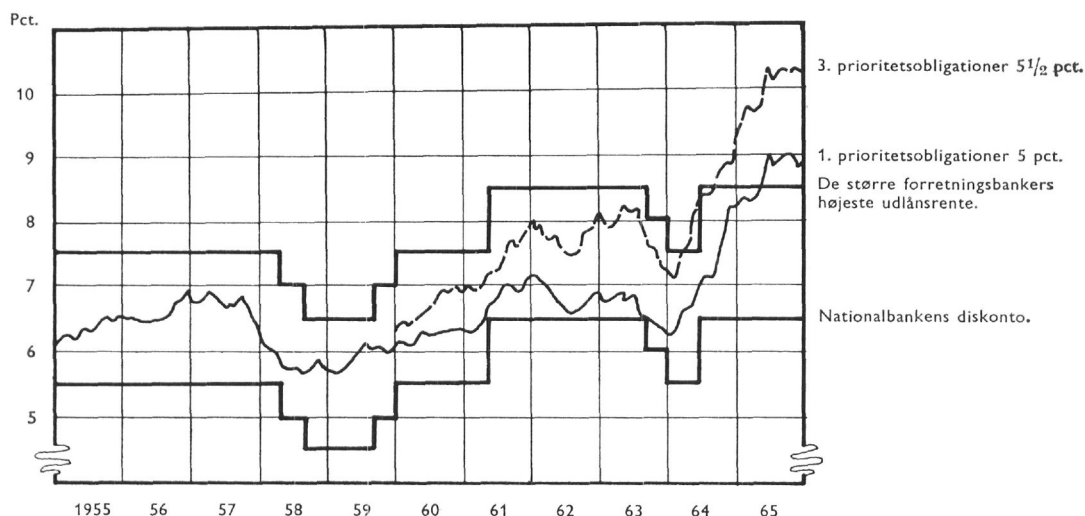
## II. Forrentning og kursudvikling for obligationer.

### 1. Indledende bemærkninger.

Omsætning af og kursfastsættelse for obligationer er langt den betydeligste af Fondsbørsens funktioner. Med den betydning, obligationslån har for investering og opsparing her i landet, og med obligationernes dominerende betydning på det danske værdipapirmarked bliver Børsens noteringer for obligationer en af de vigtigste faktorer på det danske kapitalmarked. Vilkaarne på obligationsmarkedet påvirkes af mange forhold; men en udtømmende analyse af alle de årsager, som påvirker kursdannelsen og rentens højde, og hvordan og i hvilken grad påvirkningerne sker, vil efter udvalgets opfattelse blive for omfattende at foretage.

Man skal derfor indskrænke sig til at nævne nogle af disse forhold, idet det må erindres, at det ikke er muligt ved talmateriale at påvise,

Figur 6. Den effektive obligationsrente, Nationalbankens diskonto og Forretningsbankernes udlånsrente.



Kilde: Nationalbankens Monetary Review.

hvorledes et enkelt forhold har påvirket kursdannelsen i en given periode, idet der altid vil være mange andre forhold, der samtidig har øvet deres indflydelse.

## 2. Rentestrukturen.

Rentestrukturen på det danske kapitalmarked er karakteristisk derved, at medens »den korte rente«, forstået som forretningsbankernes og sparekassernes indlåns- og udlånsrente, er »en administrerende pris«, der traditionelt stort set kun ændres i takt med ændringer i Nationalbankens diskonto og således ligger ganske fast i lange perioder, registreres »den lange rente«, forstået som den effektive forrentning af børsnoterede obligationer, ved kursfastsættelsen på Børsen og udviser både på kort og på langt sigt bevægelser, der kan afvige i betydelig grad fra bank- og sparekasserenten.

Der har således været store variationer i forskellene mellem på den ene side obligationsrente og på den anden side diskonto og bankrente, omend der i almindelighed kan konstateres den sammenhæng, at perioder med udpræget høj effektiv obligationsrente følges med høj diskonto og høj udlånsrente i bankerne. Der er således en forbindelse mellem f.eks. diskonto og obligationsrente. Undertiden har nogle ændringer i diskontoen været en justering

som følge af obligationsrentens udvikling, medens omvendt visse diskontoændringer er gået forud for og har - bl.a. ved at påvirke renteforventningerne - været medvirkende årsag til obligationsrentens udvikling.

Ændringer i forholdet mellem pengeinstitutternes udlånsrente og obligationsrenten vil i mange tilfælde give sig udtryk i ændringer i forholdet mellem efterspørgslen efter banklån og obligationslån. Mulighederne for at substituere obligationslån med øgede lån i forretningsbankerne på grund af obligationsrentens stigning er imidlertid begrænsede, da Nationalbanken som led i den økonomiske politik med forskellige midler har måttet begrænse stigningen i forretningsbankernes udlån i de senere år. Ændringerne i efterspørgslen efter banklån er derfor i et ganske betydeligt omfang blevet imødegået af ændringer i bankernes udlånspolitik. Kreditbegrænsninger får således karakter af egentlig kvantitativ rationering fra forretningsbankernes side.

Anderledes forholder det sig med mulighederne for at opnå obligationslån. Det danske realkreditsystem har indtil den midlertidige aftale mellem Nationalbanken og realkreditinstitutterne i 1965 hvilet på fri adgang til belåning af fast ejendom, alene begrænset af institutternes bedømmelse af lånenes sikkerhed.

På det danske kapitalmarked vil ændringer i

efterspørgslen efter kapital sammenholdt med bankernes likviditet således i særlig grad påvirke tilgangen af nye obligationer, og da obligationsmarkedet i Danmark udgør så stor en del af kapitalmarkedet, vil kurstfastsættelsen på Børsen i særlig grad blive taget som udtryk for renteniveauet i almindelighed.

Det er på denne baggrund, at en vurdering af Børsens funktion ved kurstfastsættelsen for obligationer har særlig interesse, idet det kunne være ønskeligt at klarlægge, hvorledes børsmekanismen har påvirket dels det danske renteniveaus højde, dels ændringerne i renteniveauet og endelig forholdet mellem forrentningen af de forskellige obligationstyper, der handles på Børsen.

Man må dog være opmærksom på, at markedskræfterne påvirkes af Nationalbankens stilling. Nationalbanken kan når som helst gå ind på markedet og købe og sælge obligationer og således påvirke kursen. Tilsvarende kan en virkning opnås ved finansministerens udbud af statslån.

### 3. Lånerentens udvikling i Danmark og andre lande.

Taget over et længere åremål, som f.eks. de sidste 15 år, viser obligationsrenten en tydelig stigende tendens, også selv om det sidste par års særlig stærke rentestigning lades ude af betragtning. Denne tendens kunne tænkes at være forårsaget af prisudviklingen. Ved overvejelse over køb af obligationer sammenholdt med anden form for kapitalanbringelse vil køberen formentlig være tilbøjelig til i en periode præget af prisstigningsforventninger at forlange et tillæg til obligationsrenten, f.eks. sammenholdt med det forventede udbytte af aktier, idet som overfor vist kursudviklingen (incl. korrektion for kapitaludvidelser) for aktier kan siges hidtil at have givet »kompensation« for prisstigningerne i efterkrigsårene. På tilsvarende måde vil debitorerne være villige til at betale en højere rente under hensyn til prisudviklingen.

Prisudviklingen kan dog ikke fuldt ud forklare rentestigningens størrelse og formentlig heller ikke rentens niveau, idet prisudviklingen i andre vesteuropæiske lande ikke har været ret meget forskellig fra udviklingen her i landet. Også i udlandet kan der ganske vist iagttages rentestigning, men stigningen har formentlig i de fleste lande været mindre kraftig og mindre udbredt end her i landet. Det må dog bemær-

kes, at da de institutionelle forhold, finansieringskanaler, traditioner m.v. spiller en meget stor rolle for kapitalmarkedet, er det vanskeligt at gennemføre en direkte sammenligning mellem renteniveauet her i landet og i udlandet.

Det er utvivlsomt, at det danske obligationsmarkeds størrelse og organisation i forhold til kapitalmarkedet er væsentlig forskellig fra forholdene i de fleste andre vesteuropæiske lande, og at hele det danske lånemarked herigennem i højere grad er bestemt af den pris, der registreres på Børsen. Det kan ikke udelukkes, at det sandsynligvis noget højere renteniveau hænger sammen hermed.

### 4. Forsøg på at påvise rentens bestemmelsesgrunde.

Man kan gøre forsøg på at belyse renteutviklingen ved at betragte forholdet mellem udbud og efterspørgsel af obligationer, men det viser sig hurtigt, at det ikke på dette grundlag vil være muligt umiddelbart at give en tilfredsstillende beskrivelse.<sup>1)</sup>

Såfremt man kunne antage, at efterspørgslen efter obligationer i det store og hele følger udviklingen i den samlede opsparing, kunne forholdet mellem udbud og efterspørgsel af obligationer udtrykkes ved et indeks for den nominelle værdi af stigningen i Obligationsmassen, korrigeret for stigningen i den samlede opsparing (offentlig såvel som privat opsparing). Et sådant indeks' bevægelser igennem de sidste 15 år sammenholdt med et indeks for obligationsrentens bevægelser giver imidlertid både eksempler på, at renten - modsat hvad der kunne forventes — er faldet, samtidig med at obligationsudbuddet er steget i forhold til opsparingen, og eksempler på rentestigning i perioder, hvor obligationsudbuddet er faldet i forhold til opsparing, såvel som eksempler på, at rentens bevægelser har været overensstemmende med, hvad man kunne vente, jfr. bilag D. Man vil ganske vist med rette kunne hævde, at efterspørgslen efter obligationer ikke følger den samlede opsparing, bl.a. af den grund at sammensætning af formuestigninger og efterspørgslens

<sup>1)</sup> Adskillige erfaringer viser, at man i reglen ikke med held kan opnå en fyldestgørende beskrivelse af renteutviklingen ved at betragte f.eks. pengeudbud og/eller obligationsudbud, jfr. f.eks. de af Erik Hoffmeyer gængsne beregninger, »Pengepolitik i Teori og Praksis«, »Nationaløkonomisk Tidsskrift, 1965, 5.-6. hæfte, pag. 220-25.

fordeling på de forskellige formueobjekter vil variere med en lang række forhold, hvoriblandt prisforventninger, som allerede er nævnt, kun er et eksempel. En anden væsentlig mangel ved et forsøg på at påvise sammenhæng mellem kursudvikling og forholdet mellem udbud og efterspørgsel for obligationer er manglen på oplysninger om, hvilke obligationsmængder der faktisk udbydes på markedet i en given periode. Man er her henvist til at benytte oplysninger om stigningen i den cirkulerende obligationsmasse.

Det er heller ikke således, at man ved at tage Nationalbankens nettokøb af obligationer i betragtning umiddelbart kan finde fyldestgørende forklaringer på rentens bevægelser. I nogen grad har Nationalbankens indkøb allerede været taget i betragtning i forholdet mellem obligationsudbud og samlet opsparing derved, at den offentlige opsparing i nogle perioder helt eller delvis er modsvaret af Nationalbankens obligationskøb.

Betrager man bevægelserne over kortere perioder, f.eks. de månedlige bevægelser i obligationsudbud og obligationsrenten, finder man ikke bedre overensstemmelse. En undersøgelse af månedlige bevægelser i rente og tilgangen af nye obligationer fra 1961 til 1965 gav som resultat, at der var næsten lige så mange tilfælde, hvor renten bevægede sig modsat af, hvad obligationsstilgangen og Nationalbankens nettokøb egentlig tilsagde, som der var eksempler på, at rentebevægelserne var i overensstemmelse med bevægelserne i udbud og Nationalbankens køb (jfr. bilag E). I mange tilfælde skyldes dette, at Nationalbankens nettokøb opvejes af andre forhold, der påvirker likviditeten, såsom statsfinanserne og valutaudviklingen.

#### *5. Træghedsfaktorer på obligationsmarkedet.*

På et frit marked som Københavns Fondsbørs vil markedsprisen blive bestemt af, hvad markedets sidste sælger kan enes med markedets sidste køber om. Det er for så vidt et frit kapitalmarkeds idé, da man netop herved skulle få sikkerhed for, at kapitalen får sin mest hensigtsmæssige udnyttelse. Den, der kan udnytte kapitalen mest effektivt, vil også være i stand til at kunne give den højeste rente.

Denne idealbeskrivelse gælder imidlertid kun med store forbehold i et moderne industrisamfund. Dels er det ikke givet, at den kapitaludnyttelse, som på kort sigt kan bære den højeste renteomkostning, også på længere sigt er den

mest økonomiske, dels bevirker en række forhold, ikke mindst skatteforhold, at renten er af forskellig betydning for de forskellige låntagere. Tidligere boligtilskud og den i forbindelse med boligforliget i januar 1966 aftalte rentesikringsordning for det sociale byggeri m.v. gør endvidere en betydelig del af boligbyggeriet upåvirkeligt af markedsrenten. Hertil kommer, at på kortere sigt er obligationsudbuddet for en stor del uelastisk over for kursændringer, bl.a. fordi der hengår lang tid mellem tidspunktet for de dispositioner, der bestemmer udbuddet (beslutning om og iværksættelse af byggeri og andre investeringer), og det tidspunkt, hvor obligationsudbuddet realiseres, og lånsøgeren vil ofte være i en tvangssituation og skal sælge.

Der kan derfor være en vis tilbøjelighed til, at prisfastsættelsen på Børsen bestemmes af, hvad den marginale låntager kan forpligte sig til, bl.a. fordi renten for ham ikke nødvendigvis er nogen betydningsfuld omkostning, og fordi andre låntagere i kraft af tidligere dispositioner må underordne sig den givne markedssituation og ikke har mulighed for at reflektere på prisforhøjelsen ved nedgang i efterspørgslen efter lån, som skulle være den normale reaktion på et frit marked. Tværtimod vil låntagere, der står overfor at skulle fremskaffe et givet beløb, være henvist til at øge obligationsudbudets nominelle værdi i tilfælde af kursnedgang. Forholdet kan yderligere forstærkes, hvis Nationalbanken i en given situation ønsker at lægge en dæmper på aktiviteten. Da store dele af byggeaktiviteten og de erhvervsmæssige investeringer i hvert fald på kort sigt og særlig i prisstigningsperioder kun i ringe grad påvirkes af rentens højde, bliver det igen den marginale låntager, der som nævnt af skattemæssige grunde kan være ret immun over for rentestigning, man gennem pengepolitiske midler søger at ramme, hvorved der vil være en tilbøjelighed til at lade renten gå yderligere i vejret.

For erhvervsmæssige investeringer er der adskillige andre faktorer (bl.a. tidligere indtjening, skatteforhold, forventninger om fremtidig indtjening og konkurrencens krav), som sammen med renten har betydning. Som omkostningsfaktor er rentens betydning for erhvervslivet højst forskellig. Dens betydning varierer alt efter, hvorvidt det drejer sig om f.eks. finansiering af eksport-erhverv i international konkurrence eller en omkostning, der kan overvæltet på priserne eller delvis opvejes af skattebesparelser.

Hertil kommer, at byerhvervenes ekspansion og den deraf følgende tendens til at erstatte arbejdskraft med realkapital formentlig giver en tilbøjelighed til, at en børsbestemt rente kommer til at ligge på et højt niveau.

På lignende måde som obligationsudbuddet - i hvert fald på kortere sigt - kun i ringe grad påvirkes af rentens højde, gør der sig antagelig også træghed gældende med hensyn til rentens påvirkning af efterspørgslen efter obligationer. Markedets største købergruppe - forsikrings-selskaber, pensionskasser og ATP - vil ikke få større præmiebeløb til rådighed for køb, fordi kursen er lav, da forsikringstagerne næppe kan tænkes at reagere på renteændringer ved at variere deres forsikringer. Tilsvarende gælder formentlig en betydelig del af de fonds, der normalt anbringer deres formue i obligationer, ligesom pengeinstitutternes obligationsanskaffelser vil kunne være bestemt af andre forhold end obligationskursen.

Også øvrige kredses køb af obligationer påvirkes af en række andre forhold. Erhvervsvirksomheders obligationskøb vil først og fremmest afhænge af virksomhedernes likviditetsmæssige stilling. For privates obligationskøb kan bl.a. skatteforhold — f.eks. opsparingsbegunstigelser - have større betydning end kursen, og det vil formentlig mere være kursforventningerne end den aktuelle kurs, der tillægges betydning i tilfælde, hvor kursforhold spiller den afgørende rolle for købsbeslutningen.

#### 6. Nationalbankens indflydelse.

Da renteændringer således kun i begrænset omfang umiddelbart påvirker udbud og efterspørgsel på obligationsmarkedet, vil Nationalbankens køb og salg af obligationer komme til at øve betydelig indflydelse.

Nationalbanken kan have forskellige motiver for sin indgriben i markedet. Nationalbanken driver således »kurspleje« bestående i, at banken gennem køb og salg søger at udligne udsving i kurserne, som kunne opstå som følge af mere tilfældige ændringer i udbud og efterspørgsel på Børsen. Der kan blive tale om, at banken søger at tage toppen af svingninger i udbud og efterspørgsel inden for kortere tidsrum. De mere tilfældige udsving, hvorved kurserne på de forskellige obligationer kommer ud af et normalt forhold, udlignes ofte af markedet selv. Ved operationer af denne karakter påvirkes renteniveauet næppe meget, og bankens

køb og salg vil stort set udlignes selv over kortere perioder.

Nationalbankens obligationskøb og -salg kan imidlertid også tilsigte videre pengepolitiske formål ved gennem påvirkning af renteniveauet og af forretningsbankernes likviditet at øve indflydelse på den økonomiske aktivitet af hensyn til udviklingen i betalingsbalancen og priserne. Som omtalt ovenfor påvirkes aktivitetsniveauet næppe særlig stærkt af rentens højde inden for de intervaller, der normalt kan være tale om, hvorimod forretningsbankernes udlånsmuligheder i visse perioder kan få afgørende betydning herfor. Renten som omkostningsfaktor kan dog have indflydelse på prisudviklingen og konkurrenceevnen over for udlandet.

Som nævnt kan forskellen mellem Nationalbankens diskonto og obligationsrenten variere betydeligt, således at obligationsrenten kun i mindre grad er bestemt af Nationalbankens diskontopolitik. Søger Nationalbanken at påvirke renteniveauet ved køb og salg på Børsen, vil resultatet bl.a. afhænge af, hvorvidt der her ved på Børsen skabes tillid til, at den tilsigtede tendens kan slå igennem. Nærer Børsen ikke en sådan tiltro til markedsudviklingen, vil f.eks. de køb, Nationalbanken er nødt til at foretage for at påvirke renten i den ønskede retning, få et sådant omfang, at den med opkøbene følgende likviditetsudvikling kan blive en anden end den tilsigtede. Da hensynet til likviditetsudviklingen ofte vil veje tungt i Nationalbankens overvejelser med hensyn til påvirkning af den økonomiske aktivitet, vil det kunne være vanskeligt for Nationalbanken at gå imod en renteudvikling, som dikteres af Børsens forventninger om den fremtidige kursudvikling, medmindre de likviditetsmæssige virkninger heraf modvirkes på anden måde, f.eks. ved aftaler med pengeinstitutterne som de i øjeblikket gældende eller forøgelse af den offentlige opsparing.

Er der omvendt på Børsen skabt tillid til, at den af Nationalbanken tilstræbte renteændring kan holde, vil denne kunne gennemføres uden større likviditetsmæssige virkninger, fordi markedet vil indstille sine køb eller salg herefter, således at større køb eller salg fra Nationalbankens side ikke bliver nødvendige. Ændringer i renten vil under disse vilkår kunne gennemføres uden større påvirkning af den økonomiske aktivitet af anden karakter end den, der måtte følge af rentens betydning for omkostningsniveauet.

## 7. Kursforskelle for de forskellige obligations-typer.

Vurderingen af en given udvikling på Børsen må overfor enhver konkret situation dog tilpasses de konkrete forhold. Man må således gribe til mere specielle forklaringer, når forskydninger mellem kurserne på de enkelte obligations-typer skal forklares. Generelt synes det f.eks. at gælde, at et nyt papir, som tilføres markedet i relativt stigende mængde og i nogenlunde stor målestok ganske uanset sine kvaliteter med hensyn til løbetid, pålydende rente og »sikkerhed«, vil blive noteret ekstraordinært lavt. Der er fra den sidste halve snes år to klare eksempler herpå: Mens de store S-lån blev emitteret, lå kursen på disse papirer relativt lavt. Som et andet eksempel kan henvises til den forholdsvis lave kurs, til hvilken de fleste af de nye realkreditinstitutters obligationer omsættes. Såfremt Nationalbanken »går imod« sådanne præferencer i markedet, vil konsekvensen let blive, at banken optræder som eneste køber og kommer til at ligge med en uforholdsmæssig stor del af disse papirer.

Hele spørgsmålet om ændringer i rentestrukturen og forholdet mellem de forskellige obligationers kurs er imidlertid meget kompliceret, og kursforskelle, der tilsyneladende savner rationel begrundelse, vil ofte ved nærmere undersøgelse kunne begrundes med reelle forskelle i de pågældende papirers værdi for markedets købere. Atter her kan skatteforhold virke ind og kan forklare tilsyneladende ellers ikke umiddelbart forståelige dispositioner; men at traditioner og vaner spiller en stor rolle er så helt afgjort.

## 8. Sammenfatning.

Obligationsrentens almindelige niveau og ændringerne heri beror på samspillet mellem en række forhold, herunder den almindelige økonomiske udvikling. De forhold, som kommer i betragtning, bliver opsparingstilbøjeligheden, investeringstilbøjeligheden, prisforventningen, produktionsudviklingen, finanspolitikken, betalingsbalancen m.v. Det bliver herved den samlede økonomiske politik, der bliver bestemmende for obligationsrenten og dermed renteniveauet i almindelighed. Kursfastsættelsen på Børsen registrerer sammenspillet mellem den aktuelle situation og Børsens forventninger med hensyn til den fremtidige udvikling. Nationalbankens muligheder for at øve indflydelse på disse forventninger vil i mange tilfælde bero på, i hvilken

grad dens bestræbelser støttes af den økonomiske politik i øvrigt.

Kursbestemmelsen på Børsen vedrører ikke alene renteniveauets højde i almindelighed, men først og fremmest kursfastsættelsen for det store antal obligationstyper, der noteres på Børsen. De forskellige obligationers pris bliver herved vurderet efter sikkerhed, rentefod, løbetid, konverteringsrisiko m.v. Børsen udfører herved en funktion, uden hvilken det danske realkreditsystem ikke kunne fungere. Det er denne funktion, som man må tillægge den største vægt, og som tilrettelæggelsen af Børsens forhold bør tage sigte på at skabe de bedst mulige betingelser for.

Udvalget har i denne forbindelse drøftet spørgsmålet om genindførelse af terminsbørs for obligationer, bl.a. med henblik på at sikre byggeriet mod kursfaldsrisiko. Der var enighed om, at realkreditinstitutternes øgede udstedelse af forhåndslån bevirker, at der næppe i øjeblikket er behov for en terminsbørs.

## III. Beskatningen af aktionærer og obligationsejere. Børsskat og stempelafgifter.

### 1. Beskatnings- og afgiftsforholdenes samlede virkning.

I de følgende afsnit er gennemgået en række beskatnings- og afgiftsforhold, som øver indflydelse på handlen med aktier. Idet udvalget henviser hertil og til de i Kapitel 3, afsnit III, anførte bemærkninger, ønsker man at gøre opmærksom på, at der i de gældende skatte- og afgiftsbestemmelser er indeholdt en række regler, der - betragtet isoleret - i større eller mindre grad virker hæmmende på udbuddet af og efterspørgslen efter aktier, hvilket påvirker erhvervsvirksomhedernes muligheder for finansiering via aktiemarkedet og omsætningen med aktier. Mange af disse regler er begrundet i skattepolitiske hensyn og de herskende principper for beskatningen og er ikke alle i lige høj grad til ugunst for finansiering gennem aktieemissioner og opsparing i aktier. Udvalget ønsker dog at gøre opmærksom på, at den samlede virkning af de omtalte beskatnings- og afgiftsforhold taget under ét er ensbetydende med en omkostningsfordyrelse ved aktiefinansiering og opsparing i aktier af ikke helt ringe omfang. En stærk forøgelse af stempelafgifterne kan således tænkes at påvirke emissionerne.

## 2. De gældende regler for beskatning af aktionærer og obligationsejere.

Udvalget har drøftet, hvilken indflydelse de gældende skatteregler har for publikums holdning til opsparing i værdipapirer og dermed for efterspørgslen på Børsen.

Til brug for drøftelserne har udvalget indhentet den i kapitel 3 omtalte redegørelse vedrørende beskatningsforhold fra fuldmægtig Poul Olsen, Skattedepartementet. (Jfr. bilag B til betænkningen).

Ifølge ligningsloven skal ved opgørelse af den skattepligtige almindelige indkomst medregnes udbytte af aktier, andelsbeviser og lignende værdipapirer. Til udbytte henregnes alt, hvad der udloddes til aktionærer eller andelshavere, med undtagelse af bl.a. reservefondsaktier. Tilsvarende gælder renteindtægt fra obligationer, således at der ikke i beskatningsmæssig henseende gøres forskel på løbende indtægter fra aktier og obligationer.

Ved skattereformen i 1960 fritoges aktionærer (med virkning fra 1. januar 1962) fra at svare almindelig indkomstskat af reservefondsaktier, hvilket som tidligere omtalt gav stødet til en betydelig udstedelse af reservefondsaktier i 1962 og begyndelsen af 1963, indtil der i forbindelse med helhedsløsningen ved lov af 13. marts 1963 om udbyttebegrænsning m.v. indførtes forbud mod udstedelse af reservefondsaktier i to år indtil 31. marts 1965.

Udstedelsen af reservefondsaktier er en af måder, på hvilke et selskab over for sine aktionærer kan anskueliggøre den værdiskabelse, der har fundet sted i selskabet. Selv om udstedelsen af reservefondsaktier blot er en formel overførsel af aktionærernes andele i et selskabs reserver, vil en sådan udstedelse antagelig øge publikums interesse for investering i aktier, forudsat uddelingen ikke beskattes som almindelig indkomst.

Før skattereformen blev fortjenester ved afhændelse eller afståelse af aktier, andelsbeviser og lignende værdipapirer eller tegningsret til sådanne ikke beskattet, medmindre de pågældende værdipapirer var erhvervet i spekulationshensigt eller som led i ejerens næringsvej. Efter de gældende skatteregler beskattes sådanne fortjenester som almindelig indkomst, såfremt de pågældende formuegoder er erhvervet på et tidspunkt, der ligger mindre end to år forud for afhændelsen eller afståelsen.

Fortjenester ved salg eller afståelse af aktier m.v. og tegningsrettigheder hertil, som har væ-

ret i skatteyderens besiddelse i to år eller mere, beskattes i henhold til lov om særlig indkomstskat m.v. (lovbekendtgørelse nr. 205 af 13. juni 1961) med to tredjedele af de 30 pct., som den særlige indkomstskat andrager, d.v.s. med 20 pct. af fortjenesten i det år fortjenesten realiseres. I henhold til lovens § 9 foretages, forinden skattes beregnes, et fradrag på 1000 kr. i den skattepligtiges særlige indkomst.

## 3. Beskatning af indtægter fra obligationer og aktier.

De i 1960 gennemførte skatteregler betegner således en skærpelse med hensyn til beskatning af fortjenester over 1000 kr. ved salg af aktier og tegningsrettigheder. Reglen om, at fortjenester ved salg af aktier efter to års besiddelse kun beskattes med  $\frac{2}{3}$  af den særlige indkomstskat betyder en vis lempelse i beskatningen af fortjenester ved salg af aktier i forhold til beskatning af anden indkomst.

Fortjenester eller tab ved afhændelse eller udtrækning af obligationer skal i henhold til ligningslovens § 5 a kun beskattes, hvis salg henhører til vedkommendes næringsvej eller er foretaget i spekulationshensigt.

Trods denne skatemæssige forskelsbehandling af fortjenester ved salg af aktier og obligationer vil beskatningen af det samlede provenu i form af udbytter, tegningsret, kursgevinst og reservefondsværdier ved investering i aktier over en årrække i almindelighed være lavere end den samlede beskatning af en tilsvarende indtægt opnået ved langtidsinvestering i obligationer. Dette skyldes, at den ubeskattede kursgevinst (udtrækningsgevinst), der opnås ved investering i obligationer, kun udgør en mindre del, og den opnåede renteindtægt, der beskattes som almindelig indkomst, hovedparten af den samlede indtægt ved anbringelse i obligationer.

Selv med det nuværende lave kursniveau vil udtrækningsgevinsten kun udgøre 10-25 pct. af den samlede indtægt - højst for kortere (10-årige) obligationer og lavest for længere (30-40-årige) højtforrentede obligationer. Med et mere normalt kursniveau for obligationer vil udtrækningsgevinsten udgøre fra 5 pct. til 15 pct. af den samlede indtægt.

Omvendt viser den i nærværende kapitels afsnit I omtalte undersøgelse af børsnoterede aktiers samlede afkastning, at kun 40 pct. af den samlede indtægt opnået ved investering i aktier i årene 1954-1964 kan henføres til udbytter (gennemsnitlig 5,5 pct. p.a.), der be-

skattes som almindelig indkomst, medens hovedparten af indtægten var formuegevinster opnået gennem kursstigning, tegningsret og reservefondsaktier (gennemsnitlig ca. 8 pct. p.a.), der kun beskattes med  $\frac{2}{3}$  af den særlige indkomstskat. Det bemærkes, at reglen ikke gælder selskabers formuegevinster, men kun vedrører personbeskatningen.

De nævnte forhold mellem formuegevinster og renter eller udbytter for henholdsvis obligationer og aktier indebærer, at beskatningen af de samlede indtægter ved investering i obligationer vil andrage 23-28 pct. af indtægten og ved investering i aktier ca. 24 pct. af indtægten, såfremt beskatningsprocenten for den investerendes almindelige indkomst er 30 pct. Der er i dette tilfælde omtrent balance mellem beskatningen af den samlede indtægt fra investering i obligationer og i aktier, men beskatningen bliver til fordel for aktieejere, såfremt beskatningen er højere - f.eks. for højere indtægtsgrupper. Hertil kommer, at formuegevinster på 1000 kr. og derunder som nævnt ikke beskattes, hvorved den mindre aktieejers begunstiges.

I 1965 indførtes bestemmelser, der gav skattepligtige personer adgang til at anvende køb af obligationer som grundlag for kapitalbindingsfradrag ved opgørelse af den skattepligtige indkomst på linje med bundne indskud i banker og sparekasser. Tilsvarende fradrag indrømmes ikke for opsparing i aktier, men har været overvejet indført for bundne indskud i investeringsforeninger, hvorved den i 1965 opståede skattemæssige ulighed på dette område mellem investering i obligationer og aktier i et vist omfang ville afbødes.

#### 4. 2-årsreglen.

Det vil således næppe med rette kunne hævdes, at beskatningen af indtægter fra investering i aktier i almindelighed beskattes hårdere end indtægter fra investering i obligationer. Selve beskatningen burde derfor ikke kunne få publikum til at foretrække obligationer fremfor aktier som opsparingsobjekt. Derimod er det muligt, at bestemmelsen om, at aktierne skal have været i sælgerens besiddelse i mindst to år, for at den pågældende fortjeneste ved salg kan beskattes efter reglerne om særlig indkomst og ikke medregnes i den almindelige skattepligtige indkomst, kan føre til større tilbageholdenhed med investering i aktier hos publikum.

Den omstændighed, at aktieposter af skattemæssige grunde må holdes i mindst to år, på-

virker på den anden side utvivlsomt handlen med aktier på Børsen og begrænser det i forvejen ringe udbud af aktier, således at vekselrerne undertiden kan have vanskeligt ved at imødekomme ordrer. Det er muligt, at den begrænsning af udbuddet af aktier, som 2-årsreglen forårsager, ikke er særlig betydelig, da de investerende i almindelighed vil være tilbøjelige til at holde aktieposter i en længere periode; men reglens eksistens opfattes af publikum som en begrænsning i aktieejernes dispositionsfrihed og kan derved virke hæmmende på tilbøjeligheden til investering i aktier.

Det har været nødvendigt at give regler for, hvordan beskatningen skal ske, hvis en aktionær afhænder en del af sin aktiebeholdning, og denne beholdning er erhvervet på forskellige tidspunkter. Ved afhændelse af tegningsret til aktier anses tegningsretten for at være erhvervet samtidig med den aktie, hvortil tegningsretten knyttes sig.

For at hindre misbrug indfører loven et system, hvorefter fortjenester beregnes ved fra anskaffelsessummen at trække den del af den samlede anskaffelsessum for alle aktionærens aktier i det pågældende selskab, som ved en forholdsmæssig beregning kan henføres til den afståede aktiespost, hvilket indebærer, at den del af den samlede anskaffelsessum, som henføres til de beholdte aktier, skal indgå i beregningen af fortjenesten ved senere afhændelse af den resterende beholdning. Dette forudsætter et omhyggeligt regnskab over enhver bevægelse i aktiebeholdningen.

De omtalte regler medfører, at indtægter ved salg af aktier og tegningsrettigheder må selv angives til skattevæsenet på skemaer, der sandsynligvis forekommer mange sparere meget komplicerede. Det er et spørgsmål, om ikke dette krav om særlig opgørelse over anskaffelsesværdi og anskaffelsestidspunkt samt salgspris kan virke skræmmende på den almindelige sparer og få denne til at afholde sig fra at investere i aktier.

#### 5. Beskatning af investeringsforeninger.

Selskabsskattelovens bestemmelse om, at selskaber svarer skat af deres samlede indkomst, herunder også den indkomst, som hidrører fra udbytter af aktier i andre selskaber, har medført, at kollektiv investering i aktier her i landet har fundet sin særlige organisationsform ved dannelse af aktieejersforeninger, der ikke svarer skat af indkomster hidrørende fra for-



eningens statutmæssige virksomhed, herunder udbytter af aktier. To-årsreglen i forbindelse med beskatning af fortjenester ved salg af værdipapirer har givet anledning til særlig lovgivning for disse foreninger, lov af 16. maj 1962 om beskatning af medlemmer af investeringsforeninger, hvoraf fremgår, at fortjenesten ved salg af aktier eller afståelse af tegningsrettigheder først skal tages i betragtning ved medlemmernes indkomstopgørelse, når medlemmerne hæver deres indestående i foreningen. Hæves kun en del af indestændet, skal kun den del af fortjenesten medregnes, som vedrører den hævede del. Foreningens afståelse af værdipapirer medfører således ikke i sig selv beskatning af fortjenesten hos medlemmerne. For at udnytte to-års-reglen må medlemmerne på særlige skemaer hvert år over for skattevæsenet gøre rede for deres indskud og eventuelle udtræk samt for den formuestigning, der har fundet sted. Medlemmer af foreninger, der udsteder frit omsættelige certifikater, og som ikke omfattes af ovennævnte lov, beskattes af udbytter og kursgevinster på samme måde som for aktier. En konsekvens heraf er blevet, at udbytte af foreningers certifikater, på hvilke der udloddes såvel udbytter som eventuelt tegningsrettigheder, beskattes som almindelig indkomst for certifikatejeren, der jo faktisk realiserer tegningsretten løbende og derfor ikke kan gøre krav på beskatning efter reglerne for beregning af særlig indkomstskat.

#### *6. Konkluderende bemærkninger vedrørende beskatningen af aktionærer og obligationsejere.*

Udbytter af aktier og renteindtægter fra obligationer beskattes på samme måde som almindelig indkomst, hvorimod fortjenester ved salg eller udtrækning af obligationer i modsætning til kapitalgevinster fra aktier ikke indkomstbeskattes. Da formuegevinster i almindelighed kun udgør en ringe del af de samlede indtægter fra investering i obligationer over en længere periode, og da kapitalvindingsskatten ofte er væsentlig lavere end skat på almindelig indkomst, kan de samlede indtægter fra investering i aktier næppe siges at være udsat for væsentlig større beskatning end indtægter fra anbringelse i obligationer; men publikums indtryk af den tilsyneladende skattemæssige favorisering af obligationerne spiller måske alligevel en vis rolle for publikums valg mellem investering i aktier eller obligationer.

Både for opsparing i obligationer og i aktier

gælder det imidlertid, at beskatningen af de løbende indkomster og formuegevinster taget under ét bliver lavere end skat på almindelig indkomst; men specielt for aktiernes vedkommende gælder det, at der både for udbyttebetalingerne og for kapitalgevinsterne vedkommende er tale om en dobbeltbeskatning, da det drejer sig om værdier, der allerede er beskattet i selskaberne.

Reglen om, at aktierne skal have været i skatteyderens besiddelse i mindst 2 år for anvendelse af den nedsatte særlige indkomstskat af fortjenester ved salg af aktier begrænser i et vist omfang det i forvejen ringe udbud af aktier på Børsen og kan undertiden gøre det vanskeligt for vekslererne at efterkomme publikums ordrer og give anledning til uheldige kursudsving. 2-årsreglen har endvidere medført forpligtelse for skatteyderne til afgivelse af detaillerede oplysninger om anskaffelsestidspunkter og bevægelser for deres aktiebeholdninger til skattevæsenet, hvilket for den enkelte sparer er kompliceret og kan muligvis føre til, at publikum er tilbageholdende med at investere i aktier.

I udvalget har der derfor været rejst spørgsmålet, hvorvidt udvalget burde gå ind for en forkortelse af 2-årsfristen. Det er således fremført, at et væsentligt synspunkt måtte være at skabe større fleksibilitet og bringe mere materiale frem og således stimulere lysten til investering i aktier. En forudsætning herfor ville være, at købere af aktier var i stand til at frigøre sig inden for en rimelig frist, og en 6 mdr.s karenstid ville være tilstrækkelig. 2-årsreglen medfører også, at mange aktieejere, der kan konstatere et tab inden for 2 år, søger at realisere dette af skattemæssige grunde.

Udvalget har drøftet spørgsmålet, og en repræsentant for Skattedepartementet har haft lejlighed til nærmere at forklare baggrunden for 2-årsreglen og de deraf følgende regler med hensyn til selvangivelse af indtægter stammende fra salg af aktier. Det er således oplyst, at princippet for beskatning her i landet har været, at der ikke finder progressiv beskatning sted af værdier, der er indvundet over en årrække. Det er f.eks. baggrunden for afskrivningsreglerne, og det ville være i strid med dette princip, hvis der specielt for kapitalgevinster stammende fra aktier også skulle bortses fra den progressive beskatning af værdier, der var indvundet inden for en kortere periode.

Reglerne er således begrundet med skatte-

politiske hensyn, som udvalget ikke har ment at kunne udtale sig om.

#### *7. Afgifter ved emission og handel med børsnoterede papirer.*

Foruden beskatning af indkomster og formuegevinster kunne også afgifter på omsætning af værdipapirer tænkes at øve indflydelse på værdipapirmarkedet. Der opkræves efter gældende regler følgende afgifter m.v.:

*Stempelaftgift.* I henhold til lov nr. 113 om stempelaftgift af 1. april 1922 med senere ændringer svares der ved emission af aktier en stempelaftgift på 1 pct. og fra 1. april 1965 2 pct. af aktiernes nominelle værdi. Tilsvarende afgift påhviler ikke emission af realkreditinstitutternes obligationer. Stempelaftgiften ved aktieemissioner i 1965 anslås at have indbragt ca. 15 mill. kr.

*Børsskat.* I henhold til lov nr. 313 af 20. december 1915 med senere ændringer (senest af 30. marts 1946) svares der ved handel med aktier en særlig børsskat på  $1\frac{1}{2}$  pct. af kursværdien. Handlen med realkreditinstitutternes obligationer er ikke pålagt en sådan afgift.

Udvalget er af den opfattelse, at børsskatten øver en hæmmende indflydelse på børshandlen med aktier, da afgiften kan hindre køb og salg for at udnytte mindre kursændringer. Sådanne forretninger er et naturligt led i børshandlen og af værdi for den rette kursfastsættelse. Ud fra Børsens synspunkt ville det være en fordel, om man afskaffede denne afgift, hvis provenu kun er ca. 3 mill. kr. årligt og således næppe har større fiskal betydning.

#### **IV. Oplysning vedrørende Børsen og de noterede selskaber.**

Udvalget har drøftet Børsens forhold til publikum, herunder indsamling og videregivelse af oplysninger bl.a. vedrørende de noterede selskaber og en udvidet oplysningsvirksomhed i det hele taget, som kunne være egnet til at øge publikums interesse for børsnoterede værdipapirer. Man har herunder været opmærksom på den oplysningsvirksomhed, som øves af fondsbørsen i andre lande.

#### *1. Oplysninger vedrørende udenlandske børssers forhold til offentligheden.*

*London Børs.* Fondsbørsens public relations aktivitet er udvidet stærkt siden krigen. I 1953 udpedes en særlig konsulent på dette område,

og der åbnedes et publikumsgalleri, som frem til 1962 har haft mere end 700.000 besøgende, der af særligt personale instrueres om, hvad der foregår »på gulvet«.

Børsen har ladet indspille en instruktionsfilm, der vises i tilslutning til besøgs-galleriet. Kopier af filmen er stillet til rådighed for skoler og er vist i fjernsynet.

Statistikker vedrørende renter og udbytter offentliggøres årligt, og The Stock Exchange Journal udsendes kvartalsvis, og derudover har Børsen udsendt forskellige brochurer o.l.

Børsen opretholder særlig kontakt med pressen, BBC og fjernsynet med henblik på information af offentligheden og for at henlede publikums opmærksomhed på Børsens funktioner.

120 medlemmer af Børsen deltager i oplysende virksomhed vedrørende Børsen landet over. Børsen har udsendt undervisningsmateriel til skolerne.

Det er ikke tilladt stockbrokers at annoncere. Børsen annoncerer derimod i pressen. Interesserede, som henvender sig til Børsen, kan få tilsendt en liste over 18 stockbrokers, som er villige til at tage nye kunder. Listen ændres fra måned til måned.

*Børsen i Bryssel* har en særlig public relation afdeling og lægger vægt på at udbrede kendskabet til Børsen ved udsendelse af tryksager og ved besøg på Børsen. Der er således fra Børsen i Bryssel udsendt en både populær og omfattende brochure vedrørende Børsens organisation og virksomhed.

*Børsen i New York* har en særlig afdeling for public relation og markedsudvikling, hvorunder hører bl.a. afdelinger for annoncering, information af publikum og pressen samt en afdeling for forskning og statistik. Der udfoldes tilsyneladende livlig virksomhed med udsendelse af populære oplysende brochurer og statistiske oversigter o.l.

*Børserne i Frankrig.* De franske vekselerere har hidtil »anset det for uforeneligt med deres stilling som ministerielle embedsmænd«<sup>1)</sup> at deltage i propaganda for investering i værdipapirer. Børserne udøver dog en vis informa-

<sup>1)</sup> I Frankrig udnævnes vekselererne af finansministeriet og har vidtgående rettigheder, idet vekselererne har eneret på at handle med værdipapirer, der handles på Børsen. Til gengæld må vekselererne ikke foretage handelsoperationer eller bankforretninger for egen regning eller deltage i erhvervsvirksomhed.

tionstjeneste for publikum og arrangerer besøg på børsen for brancher og organisationer.

*Toronto Børs* lægger vægt på at udbrede kendskabet til Børsen og anvender ca. 60.000 \$ årligt på informationsvirksomhed, som bl.a. består i udsendelse af film og tryksager. Børsen udsender et månedsmagasin, som vinder stigende udbredelse, og en årsoversigt over Børsens virksomhed. Børsen annoncerer i dagbladene.

## 2. De noterede selskabers oplysningspligt over for udenlandske børsers.

Som det fremgår af det følgende afsnit, har udvalget drøftet, i hvilket omfang oplysninger vedrørende de noterede selskaber er nødvendige for Børsens funktion og styrkelse af publikums interesse for investering i børsnoterede aktier.

Som baggrund for disse drøftelser har vekselerernes repræsentanter i udvalget fremskaffet oplysninger vedrørende de oplysningskrav, der stilles til de på fondsbørsen i New York noterede selskaber. Det fremgår heraf, at der for optagelse til notering på *New York Børs* udkræves bl.a. følgende oplysninger:

1. En kort beskrivelse af selskabets virkefelt, dets produkter og stiftelsesdato. Hvor aktierne ønskes handlet og forhåndenværende oplysninger om hidtidige kurser m. v.
2. Sidste status og driftsregnskab sammen med årsberetningen for de seneste 10 år.
3. Detailleret opstilling over fordelingen af aktieejere opgivende antal i grupper af 100-300, 300-500, 500-1000 og over 1000 samt navnene på de 10 største aktionærer.
4. Selskabets vedtægter.

Alle disse oplysninger tjener det dobbelte formål dels at give Exchange Commissionen de nødvendige data, dels - og dette lægges der megen vægt på - at give publikum fuld oplysning om, hvad der med rimelighed kan forlanges for at danne sig et billede af selskabet og dets udvikling.

Sådanne ansøgninger bliver trykt i mindst 650 eksemplarer og udsendt til alle medlemmerne af Børsen samt til pressen.

I forbindelse med oplysninger i ansøgningen skal endvidere gives en række detaljer, herunder:

Oplysning om planlægning af den transaktion, som skal skabe interesse for aktierne og sprede disse ud på et yderligere antal aktionærer.

Selskabets historie og forretningsområde.

Beskrivelse af aktiverne, herunder bygninger som ejes af selskabet eller dets datterselskaber m. v. Hjemsted, maskiner og produktionsapparat samt dets normale kapacitet.

Underselskaber og tilknyttede virksomheder.

Vedrørende ledelsen angives titler, permanente adresser på alle direktører, bestyrelsesmedlemmer og højeste funktionærer med opgivelse af andre forretninger, de måtte udøve. En kort biografi for hver topfunktionær i selskabet, oplysning om, hvorledes direktionen vælges.

Selskabets kapitalforhold og konsoliderede gæld. Antallet af arbejdsstyrken, og hvis der er tale om særlige sæsonsvingninger, da maksimum- og minimumsantallet igennem de sidste 12 måneder.

Udbyttet i hvert af de sidste 5 år, samt om dette er udbetalt kvartalsvis, halvårligt eller kun én gang om året.

Revision og regnskabsprincipper, herunder leje af ejendomme, afskrivningsprincipper og planlagte fremtidsinvesteringer.

Værdiansættelse af varelager og inventar.

Opstilling over de sidste 10 år regnskaber, nøje specificeret. Koncernregnskaber og koncernstatus.

Det oplyses, at for amerikanske selskaber er udsendelse af kvartalsoplysninger meget almindelige og halvårsregnskaber næsten en selvfølge.

Bestyrelsen for Københavns Fondsbørs har i december 1965 udsendt en meddelelse til de børsnoterede selskaber, hvori disse opfordres til ad frivillighedens vej at supplere de i lovgivningen indeholdte regler om de regnskabsmæssige forhold med yderligere oplysninger på forskellige punkter, således at selskaberne igen regnskaberne og de til disse knyttede bemærkninger kan give det investerende publikum så god vejledning som muligt angående forretningsvirksomheden. Fondsbørsbestyrelsens meddelelse er aftrykt som bilag F til betænkningen.

Som det fremgår af den som bilag G til betænkningen aftrykte resolution, vedtaget den 7. juni 1963 af Den Internationale Sammenslutning af Fondsbørser, er der blandt de europæiske fondsbørser udbredt interesse for at få fyldigere oplysninger fra de noterede selskaber. Resolutionen fremhæver behovet for oplysninger om de noterede selskaber og værdsætter de bestræbelser, børsen i de forskellige lande gør herfor, bl.a. med at fremskaffe oplysninger ud over de rent regnskabsmæssige, f.eks. oplysninger om vigtigere investeringer, og med at tilskynde til offentliggørelse af selskabernes resultater imellem de årlige regnskabsafslutninger.

## 3. Udvalgets indstilling vedrørende Børsens oplysningsvirksomhed.

Der er i udvalget enighed om at henstille til fondsbørsbestyrelsen at oprette et egentligt sekretariat, således som man kan finde det i til-

slutning til en række udenlandske fondsbørser. Det er den almindelige opfattelse i udvalget, at man herunder må lægge vægt på tre funktioner fra et sådant sekretariat.

For det første finder man, at et sekretariat ville have en vigtig opgave i at oplyse offentligheden i almindelighed om fondsbørsen, dens arbejde og dens samfundsmæssige funktion. Kendskabet til Børsens daglige liv og funktion er meget mangelfuldt. Det må være en opgave for dette sekretariat at lægge vægt på og fremstille i mere nøgtern form fondsbørsens betydning og arbejdsgang. I det hele taget synes der at være behov for at udbrede oplysning om, hvilken betydning Børsen kunne have for erhvervslivets finansiering. Oplysning om Børsens virksomhed kunne muligvis anspore nye kredse til at søge Børsen.

For det andet vil det være af værdi for fondsbørsbestyrelsen at være støttet af et sekretariat, som kan tilrettelægge og underbygge bestyrelsens arbejde, herunder tilvejebringe bearbejdelse og systematisk opstilling af oplysninger, bl.a. det tilgængelige regnskabsmateriale, vedrørende de noterede institutioner og selskaber til brug for fondsbørsbestyrelsens arbejde og oplysningsvirksomhed.

For det tredje synes det, som om der en række forskellige steder i ikke ringe omfang gennemføres nogenlunde det samme arbejde, som mere praktisk kunne henlægges til et fælles sekretariat.

#### *4. De noterede selskabers og institutters oplysningspligt.*

Det er afgørende for Børsens trivsel - og dermed for dens muligheder for at udfylde sin samfundsmæssige funktion - at både de, der udbyder kapital over Børsen, og de, der overvejer at sælge værdipapirer, kan have pålidelige oplysninger. For den store mængde af obligationer finder man, at publikum i det store og hele disponerer over de nødvendige oplysninger. Man finder dog i almindelighed og ud fra mere almene synspunkter, at **realkredit**-institutterne kunne gå noget videre i deres regnskabsmæssige oplysninger. Det ville således være ønskeligt, at disse institutter regelmæssigt - eventuelt flere gange i årets løb - oplyser, i hvilket omfang tilgangen til Obligationsmassen refererer sig til nybygninger.

Endvidere finder udvalget det i høj grad ønskeligt, at realkreditinstitutterne f.eks. én gang

månedligt giver oplysninger om udstedte låne-tilsagn i månedens løb, herunder hvor meget der hidrører fra forhåndslån, størrelsen af udeliggende tilsagn, og til hvilke tidspunkter disse tilsagn ventes afløst af lån. Ved vurderingen af disse oplysninger må hensyn tages til, at ikke alle låntagere udbyder deres kasseobligationer i forbindelse med låntagningen. Repræsentanten for kredit- og hypotekforeningerne i udvalget mener, at de af udvalget ønskede oplysninger ikke bør gives inden for kortere perioder ud fra det synspunkt, at fordelingen af obligationstilgangen og de givne lånetilsagn er så varierende inden for de enkelte måneder, at sådanne oplysninger vil kunne virke vildledende.

Også andre oplysninger vil kunne være af almen interesse, men man skal herom indskrænke sig til at foreslå, at fondsbørsbestyrelsen holder regelmæssig kontakt og giver henstilling til institutterne om sådanne oplysninger og eventuelt medtager oplysning herom i en årsrapport, som man vil finde det naturligt udarbejdes af det ovenfor nævnte sekretariat og offentliggøres på fondsbestyrelsens foranledning.

Spørgsmålet om oplysning er vanskeligere i relation til aktiemarkedet. Den gældende lov om aktieselskaber (lov nr. 123 af 15. april 1930) stiller visse oplysningskrav til aktieselskaberne. Under hensyn til, at den af Handelsministeriet i 1957 nedsatte kommission vedrørende **aktieselskabs**lovgivningen har givet forslag til en ny lov om aktieselskaber, jfr. betænkning nr. 362 1964, har udvalget valgt at tage udgangspunkt i det stillede forslag til aktieselskabslov og har naturligvis ganske særligt hæftet sig ved forslagene for aktieselskaber med mere end 10 aktionærer. Man ønsker at fremhæve, at der i nærværende udvalg ikke har været nogen realitetsdrøftelse af nævnte forslag. Det har uden bindende stillingtagen af udvalgets medlemmer været taget som udgangspunkt.

Udvalget har derefter drøftet, hvorvidt man måtte betragte oplysningskravene til aktieselskaber som udtømmende beskrevet ved nævnte forslag, eller hvorvidt det ville være muligt at stille særlige krav til selskaber, som søger optagelse på Børsen. Der er i udvalget enighed om - bl.a. under henvisning til allerede eksisterende lov - at sådant krav i princippet kan stilles.

Hvad dernæst angår det betimelige i sådanne krav, er der i udvalget enighed om, at man måske står i et dilemma. Set fra købernes synspunkt vil det - i hvert fald på kortere sigt - være ønskeligt, om virksomhederne stiller så

mange oplysninger som overhovedet muligt til rådighed. Samme synspunkt vil kunne anlægges af aktieejere, som måtte overveje salg. Fra sælgerens synspunkt - her forstået som virksomhederne - er situationen imidlertid ofte en anden. Undertiden med god grund og undertiden mindre velbegrundet vil selskaberne ofte kun nøle med at afgive oplysninger. Dette vil kunne betyde, at strenge krav om oplysninger vil kunne få selskaberne til at undlade at søge Børsen, hvilket samfundsmæssigt set kan være uheldigt. Det er dog også blevet nævnt, at den lige omtalte »udbudseffekt« vil kunne virke modsat, idet et krav om mere detaljerede oplysninger for børsnoterede selskaber kan tænkes at skabe en særlig tradition og prestige omkring sådanne selskaber.

Under alle omstændigheder vil det være klart, at ethvert oplysningskrav må blive et kompromis mellem sådanne modsat rettede argumenter. Det er derfor ganske naturligt, at udvalgets forskellige grupper på dette punkt har haft forskelligt udgangspunkt og syn. Uanset dette er der dog fuld enighed om, at man med rette kan forvente større åbenhed af noterede selskaber, der i den udstrækning, dette kan ske uden skade for selskaberne, bør gå videre med hensyn til oplysning over for offentligheden, end det er krævet i §§ 75-85 i forslaget til aktieselskabsloven.

Flere medlemmer af udvalget har hældet mod den opfattelse, at en sådan udvidet oplysningspligt for noterede selskaber kunne medtages i fondsbørsloven som betingelse for optagelse på kurslisten, medens andre medlemmer har fremhævet, at man bør være meget tilbageholdende med at stille egentlige lovbestemte krav, især bestemmelser, der går ud over, hvad en samtidig arbejdende kommissions flertal har ment at kunne gå ind for.

Der er dog i udvalget enighed om, at det bl.a. af rent praktiske grunde vil være rimeligt at kræve, at regnskaberne på alle væsentlige områder skal bringe tal for en to-årig periode, samt at prospekter skal meddele regnskaber for de sidste tre år.

Udvalget ønsker ikke i øjeblikket at stille videregående krav, men håber, at udviklingen vil fortsætte i retning af større åbenhed. Der er i udvalget enighed om i almindelighed at henstille til de noterede selskaber, at disse af egen drift går videre i retning af åbenhed. Man tænker herunder bl.a. på fyldige kommentarer til regnskaberne. Udvalget erkender vanskelighe-

derne ved her at give detaljerede og præcise retningslinjer.

Man må endvidere lægge vægt på, at der som supplement til regnskaberne gives oplysninger, der giver muligheder for at vurdere realkapitalens faktiske værdi i forhold til de bogførte værdier. Oplysninger om brandforsikringssummer eller oplysninger om den hidtil førte afskrivningspolitik vil her kunne være værdifulde. En sådan videregående åbenhed praktiseres allerede af et ikke ubetydeligt - og voksende - antal virksomheder og er udbredt i andre lande. Forholdene vil naturligvis kunne variere stærkt fra branche til branche, og der er således ikke i udvalget enighed om, hvorvidt kvartals- eller halvårsoplysninger i almindelighed vil være til vejledning for køberne.

Udvalget finder endelig, at prospekter bør indeholde oplysninger om bestyrelsesmedlemmerne, der identificerer disse, og som hovedregel en bredere forklaring af årsagen til, at man søger ny kapital. Man kan herunder nævne, at i de enkelte tilfælde, hvor selskaber i forbindelse med kapitaludvidelser har givet oplysninger om den forventede dividende i det førstkommande regnskabsår, har dette været for ikke at skabe »forkerte forventninger«. Såfremt der er gået længere tid (f.eks. mere end 3 måneder) mellem det sidste offentliggjorte regnskab og emissionen, vil det være ønskeligt, at der såvidt muligt meddeles oplysninger om driftens forløb i denne periode.

## **V. Bestemmelser og praksis vedrørende anbringelse af umyndiges midler og forskellige institutioners anskaffelse af værdipapirer.**

De lovbestemmelser, der regulerer anbringelsen af midler i værdipapirer, grupperer sig stort set om to hovedområder: anbringelsen af umyndiges og dermed beslægtede midler og anbringelsen af midler tilhørende forsikringselskaber og lignende institutioner. Sådanne bestemmelser berører anbringelse og forvaltning af meget betydelige kapitaler, hvis omfang ikke fuldt ud kendes, men som bl.a. omfatter formuer i de i tabel 37 nævnte institutioner, fonds m.v.

Af de anførte formuer var beløb svarende til en nominel værdi på ca. 16 mldr. kr. anbragt i obligationer ved udgangen af 1964 eller næsten halvdelen af den cirkulerende obligationsmasse.

*Tabel 37: Oversigt over nogle formuer, hvis anbringelse omfattes af særlige bestemmelser. (ult. 1964)*

|                                                                                                           | mill. kr.  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| Forsikringsselskaber, ATP. ....                                                                           | ca. 10.500 |
| Arbejdsløsheds- og sygekasser. ....                                                                       | 800        |
| Realkreditinstitutterne. ....                                                                             | 700        |
| Legatmidler. ....                                                                                         | 1.500      |
| Umyndiges midler. ....                                                                                    | 250        |
| Andre formuer, forvaltet af Overformynderiet og de københavnske sparekassers forvaltningsafdelinger. .... | 2.250      |
| Apotekerfonden. ....                                                                                      | 180        |

lait ovennævnte ca. 17 mldr. kr.

*Kilde:* Skønnet på grundlag af Danmarks Statistiks oplysninger vedrørende de nævnte institutioners formue og kommunernes legatmidler, årsberetninger fra Birkens og Sparekassen for København og Omegn samt oplysninger i Poul Winding, »Det danske Kapitalmarked«, København 1958, pag. 285, vedrørende legatformuer i 1955.

### *1. Umyndiges midler og dermed beslægtede midler.*

Folketinget vedtog den 2. juni 1966 lov om anbringelse af umyndiges midler m.v., der betegner væsentlige ændringer i forhold til tidligere gældende regler på dette område. Samtidig vedtoges lov om Overformynderiet, hvorefter staten overtager Overformynderiets formue og forpligtelser. Det bestemmes endvidere, at under Overformynderiets bestyrelse skal fremtidig i almindelighed kun henhøre umyndiges midler med visse undtagelser og midler tilhørende borteblevne personer, og at andre hidtil bestyrede midler som f.eks. båndlagt arv og legatmidler skal overgå til anden godkendt forvaltning inden 1. april 1969.

Da de tidligere gældende regler for anbringelse af umyndiges og dermed beslægtede midler har haft indvirkning på de hidtidige kapitalmarkedsforhold, skal disse regler kort omtales.

Om *anbringelsen af umyndiges midler m.v.* fandtes bestemmelserne dels i lov om Overformynderiet af 27. maj 1950, dels i lov af 19. marts 1869 om udlån i faste ejendomme af umyndiges og andre under offentligt tilsyn stående midler og dels i en række anordninger udstedt i medfør af loven af 1869. Den vigtigste var anordning af 11. februar 1928 med senere ændringer, hvorefter umyndiges midler kunne anbringes i følgende værdipapirer:

Danske statsobligationer, for så vidt de noteres på Københavns Børs og kan noteres på navn eller indskrives,

Tiendebank-obligationer,  
Hypotekbank-obligationer,  
Statsboligfunds-obligationer,  
Nationalbank-obligationer,  
Landmandsbankens Hypotek-obligationer,  
Færøernes Realkreditinstituts statsgaranterede obligationer,  
Kreditforenings-obligationer,  
Pantebreve i fast ejendom (dog ikke i en umyndiges egen, hans ægtefælles eller værges ejendom) inden for 50 pct. af værdien efter vurdering ifølge lov af 19. marts 1869,  
Fiskeribanken.

Til anden anbringelse end den nævnte krævedes Justitsministeriets tilladelse.

De *umyndiges midler i Overformynderiet* administreredes på den måde, at de midler, der indgår i form af værdipapirer, administreredes særskilt, medens de midler, der indgik kontant, administreredes under massebestyrelse. De umyndiges samlede kapital i Overformynderiet androg i 1963 220 mill. kr., hvoraf 117 mill. kr. var under særskilt bestyrelse, medens de resterende 103 mill. kr. var inddraget under massebestyrelse. Midlerne under massebestyrelse, der fortrinsvis er anbragt i lavt forrentede obligationer, er siden 1942 over for kontohaveren blevet forrentet med 4 pct. p.a.

*Legatmidler.* Loven af 19. marts 1869 og den i henhold til loven udstedte anordning af 11. februar 1928 fandt ikke alene anvendelse på umyndiges midler, men tillige på »andre under offentlig bestyrelse eller offentligt tilsyn stående midler«. Dette udtryk omfatter først og fremmest de af private oprettede legater og stiftelser, der ifølge deres fundats er undergivet offentligt tilsyn, eller hvis bestyrelse er henlagt til en offentlig myndighed. I praksis godkendte man dog, at legatstifteren i fundatsen traf beslutning om andre anbringelsesmåder end de for umyndige gældende og gav for sådanne bestemmelser kongelig konfirmation, men i langt det overvejende antal tilfælde indeholder fundatserne bestemmelser om anbringelse efter reglerne for umyndiges midler.

### *Myndiges båndlagte midler. Båndlæggelse af arv.*

Om anbringelse af myndiges båndlagte midler gjaldt Justitsministeriets bestemmelser af 30. juni 1948 som ændret 7. februar 1958 og 11. september 1961. Disse regler omfattede ikke alene anbringelse i værdipapirer, men tillige udlån i fast ejendom. Reglerne gik i hovedtræk ud på, at myndiges båndlagte midler kunne an-

bringes i pantebreve i fast ejendom, og der har pant inden for 70 pct. af ejendomsværdien og i en række nærmere angivne obligationer. Det hed herom nærmere i bestemmelserne, at midlerne kunne anbringes i de samme værdipapirer som umyndiges midler samt i

Andre danske statsobligationer,  
Danske kommunelån (havnelån),  
Hypotekforenings-obligationer,  
Obligationer udstedt af danske telefonselskaber,  
Det Danske Luftfartsselskabs statsgaranterede obligationer,  
Obligationer udstedt af reallånefondene,  
Pantebreve i fast ejendom, for så vidt pantebrevet har pant inden for 70 pct. af ejendomsværdien. For landejendommens vedkommende tillægges værdien af besætning og inventar efter skatte-lovgivningens regler, men panter må dog i alt ikke gå ud over 80 pct. af ejendomsværdien. For industrielle ejendommers vedkommende kan der stilles strengere krav i de enkelte tilfælde,  
Partialobligationer i danske selskaber for så vidt de:  
a) er noteret på Børsen eller  
b) gennem hovedobligation har pant i fast ejendom inden for de ovenfor nævnte grænser, samt indtil  $\frac{1}{3}$  af kapitalen i aktier, der dagligt noteret på Københavns Børs, såfremt vedkomme-nde aktieselskab i hvert af de sidste 10 regnskabs-år før købet har givet et årsudbytte på mindst 4 pct.  
Scandinavian Airlines System's obligationer af 10. september 1957,  
De af Investeringsforeningen Investor udstedte certifikater.

Efter den nye arvelov kommer de samme regler i anvendelse for så vidt angår indkøb og ombytning af tvangsarvemidler, der bestyres af pengeinstitutternes forvaltningsafdelinger, der har fået Justitsministeriets godkendelse hertil. Er der tale om friarv, kan arveladeren dog selv bestemme, hvilke værdipapirer kapitalen kan anbringes i.

Reglerne om anbringelse af umyndiges midler har smittet af på en række andre områder. Blandt de mere betydningsfulde kan nævnes:

*Kreditforeningsloven* indeholder en bestemmelse om, at den del af foreningens midler, der ikke er anbragt i bank, sparekasse, postgiro, kassebeholdning m.m. skal anbringes i foreningens kasseobligationer eller efter de for anbringelse af umyndiges midler gældende regler.

Ifølge vedtægterne for de statsanerkendte *arbejdsløshedskasser* skal kassernes midler anbringes som umyndiges midler. Arbejdsdirektøren kan dog dispensere herfra, og han har givet

tilsagn om at godkende køb af reallånefondenes obligationer, såfremt det skønnes forsvarligt under hensyn til kassens økonomi og likviditet.

Også *loven om kirkers bestyrelse* indeholder en henvisning til reglerne for umyndiges midler. Kapitaler, der bestyres af menighedsrådet, skal »snarest muligt« anbringes efter disse regler. Bestyres kapitalen af stiftsøvrigheden, gælder nogenlunde samme regler, dog er der her tillige adgang til udlån til præsteembeder, kirker o.lign.

Som omtalt vedtog Folketinget den 2. juni 1966 *ny lovgivning om anbringelse af umyndiges midler m.v.* Vedrørende *umyndiges midler* indføres herefter bl.a. følgende bestemmelser:

»§ 1. Umyndiges midler må med de undtagelser, der følger af §§ 2-5, kun anbringes

- a) som kontant indskud i Overformynderiet i overensstemmelse med de gældende regler herom,
- b) i obligationer, udstedt eller garanteret af den danske stat,
- c) i obligationer, udstedt eller garanteret af danske kommuner,
- d) i obligationer, udstedt af danske kreditforeninger og kredittkasser,
- e) i obligationer, udstedt af danske hypotekforeninger,
- f) i obligationer, udstedt af de finansieringsinstitutter, som boligministeren i henhold til *boligstøtte-lovgivningen* har godkendt til ydelse af lån mod sekundær panteret i fast ejendom,
- g) i værdipapirer, der giver en lige så betryggende sikkerhed for midlernes bevaring som anbringelse efter reglerne i litra b-f,
- h) i aktier eller som indskud i en investeringsforening efter reglerne i stk. 2,
- i) som udlån mod tinglyst panteret i fast ejendom inden for 50 pct. af den til brug ved beskattningen ansatte ejendomsværdi.

Stk. 2. Af de midler, som Overformynderiet bestyrer for en umyndig, kan indtil 15 pct. anbringes 1) i aktier, der dagligt noteres på Københavns Børs, og 2) i certifikater udstedt af eller i øvrigt som indskud i en investeringsforening, der af Justitsministeriet er godkendt hertil. Det samme gælder midler, der efter den nye overformynderilov bestyres uden for Overformynderiet.

Stk. 3. Justitsministeren bestemmer, på hvilke vilkår midlerne må anbringes i de i stk. 1, litra b-i, nævnte aktiver ...«

De foreslåede bestemmelser betyder, at adgangen til anbringelse af umyndiges midler udvides med bl.a. anbringelse i hypotekforeningsobligationer og de af Boligministeriet anerkendte realkreditfonde samt i et vist omfang i aktier og investeringsforeninger.

Vedrørende anbringelse af *legatmidler* og

myndiges båndlagte midler bestemmes det i lovens § 6, at

»lovens bestemmelser om umyndiges midler finder, bortset fra § 1, stk. 1, litra a, tilsvarende anvendelse på myndiges båndlagte midler og andre midler, der er undergivet offentlig bestyrelse eller offentligt tilsyn. Justitsministeren kan dog bestemme, at sådanne midler kan anbringes på anden måde.«

Herom hedder det bl.a. i bemærkningerne til lovforslagets fremsættelse i Folketinget:

»Ifølge loven af 19. marts 1869 og anordningen af 11. februar 1928 gælder reglerne om anbringelse af umyndiges midler også for andre midler under offentlig bestyrelse eller offentligt tilsyn. Der sigtes herved navnlig til båndlagte midler og legatmidler. Båndlagte midler har dog gennem længere tid kunnet anbringes efter noget friere regler. Ifølge Justitsministeriets bestemmelser af 30. juni 1948 med senere ændringer kan anbringelse således - foruden i anordningsmæssige effekter - bl. a. ske i hypotekforeningsobligationer og visse realkreditfondsobligationer, i pantebreve inden for 70 pct. af ejendomsværdien, jfr. ovenfor, og i aktier, der dagligt noteret på Københavns Børs. Anbringelse i aktier kan dog kun ske med indtil en tredjedel af kapitalens værdi. . . . Hidtil har anbringelse i andet end anordningsmæssige aktiver kun kunnet ske i kraft af en dispensation, meddelt af vedkommende ministerium i hvert enkelt tilfælde i henhold til anordningen af 11. februar 1928, § 1, sidste stykke. Denne dispensationsadgang er kun blevet benyttet i sjældne tilfælde og imødekommer ikke behovet for gennem generelle regler at tillade bestyrerne af legatmidler at anbringe midlerne i andet end anordningsmæssige effekter. . . . Det er Justitsministeriets hensigt inden fastsættelsen af regler om anbringelse af legatmidler at forhandle med de øvrige interesserede ministerier, herunder om, i hvilket omfang det tilsynsførende ministerium skal kunne dispensere fra de almindelige bestemmelser.«

Loven betegner således en liberalisering, idet det herved bliver muligt at give generelle regler for udvidet adgang til anbringelse af legatmidler o.l., der vil være mere i overensstemmelse med de senere års erhvervsmæssige udvikling, og at tillade sådanne midler såvel som myndiges båndlagte midler anbragt i aktiver, der som f.eks. aktier eller aktiejerforeningers formuer kan give bedre mulighed for værdifast investering end hidtil, jfr. kapitel 4, afsnit I.

## 2. Livs forsikringsselskabernes reserver.

Livsforsikringsselskaberne repræsenterer den største købergruppe på obligationsmarkedet, og der knytter sig derfor særlig interesse til de anbringelsesregler, der er fastsat i loven om forsikringsvirksomhed.

Selskabernes præmiereserver kan anbringes i følgende værdipapirer:

Obligationer udstedt eller garanteret af den danske stat eller af danske kommuner,  
Obligationer udstedt af danske kreditforeninger og hypotekforeninger eller af finansieringsinstitutter, der er godkendt af staten,  
Værdipapirer, som i øvrigt efter deres art og sikkerhed kan ligestilles med de forannævnte,  
Pantebreve i fast ejendom i hvilke umyndiges midler vil kunne anbringes.  
Endvidere vil indtil 15 pct. af forsikringsfondens midler kunn anbringes på anden måde, dog i intet tilfælde i aktier udover 15 pct. af et og samme selskabs aktiekapital.

Også disse regler er smittet af på andre områder:

Således findes der anbringelsesregler af nogenlunde samme art i loven om tilsyn med pensionskasser og i loven om Arbejdsmarkedets Tillægspension. ATP kan dog tillige anvende indtil 50 pct. af de indbetalte bidrag til lån til arbejdsgivere, der har indbetalt bidrag.

Reglerne for anbringelse af sygekassernes formuer blev ændret i 1962, således at de blev bragt i overensstemmelse med bestemmelserne i loven om forsikringsvirksomhed.

Også reallånefondenes reserver kan anbringes i værdipapirer efter tilsvarende regler, som gælder for forsikringsselskaberne.

Ifølge lov om hypotekforeninger anvendes de samme regler for hypotekforeningernes reserver, dog med den begrænsning, at højst to tredjedele af fondsbeholdningerne kan bestå af foreningens egne obligationer.

## 3. Andre anbringelsesregler.

Andre anbringelsesregler end de foran nævnte findes i forskellige love. Eksempelvis kan Apotekerfondens midler anbringes i børsnoterede obligationer.

For andre fondes vedkommende er der fastsat interne retningslinjer for anbringelsen. Dette gælder således for postgirofond, der i perioder har foretaget betydelige obligationskøb.

Det er ikke usædvanligt, at der slet ikke findes særlige regler for fondenes pengeanbringelser. Det samme gælder for eksempel for Danmarks Erhvervsfond, Filmfonden, Den kulturelle Fond, Rask-Ørsted Fondet, Statens Kunstfond og Exkørsberg-Thorvaldsenfondet. I visse tilfælde skyldes dette, at fondene slet ikke er forudsat anbragt i værdipapirer, men henstår på konti i Finansministeriet. Dette gælder således Danmarks Erhvervsfond, bortset fra



en obligationspost, der hovedsagelig hidrører fra en særlig pulje, der i sin tid blev tilført fonden.

#### 4. Konklusion.

Det er naturligt, at der til enhver tid må være særlige regler for, hvordan umyndiges midler kan anbringes. Disse lovbundne regler har imidlertid ikke altid kunnet følge med i udviklingen på fondsmarkedet, og hertil kommer, at de mere eller mindre automatisk er overført på andre områder, hvor der utvivlsomt er et behov for friere pengeanbringelser. Udviklingen er dog i de seneste år gået i retning af mere nuancerede anbringelsesbestemmelser, især efter ændringen i § 68 i forsikringsloven af 1959 og den nu gennemførte lovgivning om anbringelse af umyndiges midler m. v.

Det er vanskeligt at få oplysninger om den praksis, som de enkelte institutioner m. v. anvender, når de køber værdipapirer. Man møder ofte nogen konservatisme. Det er derfor ikke ualmindeligt, at der ved genanbringelse af midler simpelthen vælges de samme obligationer, som netop er blevet udtrukket. Det gælder navnlig de »mindre« købere, medens de store obligationskøbere - forsikringsselskaberne - ser forretningsmæssigt på deres anbringelser, selv om der også her kan gøre sig traditioner gældende, der gør det vanskeligt at indarbejde nye typer af obligationer.

Det fremgår af ovenstående, at lovgivningen i forening med en ofte ikke-rationel fastholden

ved hidtidig praksis påvirker fordelingen af efterspørgslen efter obligationer. Det er udvalgets opfattelse, at lovgivningen på en række punkter burde lempes i lighed med den nu gennemførte lov om anbringelse af umyndiges midler. Udvalget vil i denne forbindelse pege på ønskeligheden af, at andre båndlagte midler - herunder legatmidler - samt bl.a. kreditforeningernes og sygekassernes formuer tillades anbragt efter samme regler som f.eks. reglerne for anbringelse af livsforsikringsselskabernes reserver eller efter reglerne for anbringelse af myndiges midler.

Hvad angår de af traditioner og hidtidig praksis betingede begrænsninger er det af gode grunde vanskeligt at gennemføre ændringer. Det må fortsat være publikum selv, som ud fra mere eller mindre rationelle motiver beslutter, hvilke obligationstyper man ønsker at købe. Når køberne er en offentlig eller halvoffentlig myndighed, er der imidlertid al mulig grund til, at man i højere grad anlægger rent økonomiske overvejelser i stedet for at lade sig lede af hidtidig praksis eller bekvemmelighedshensyn (som ofte fører til, at man køber »som sidst«). Det ville være ønskeligt, at de mange styrelsesgrene, som bestyrer fonds, tager placeringspolitikken op til overvejelse, og at man herunder så vidt muligt fremover undgår mekanisk fulgte leve-regler, idet der herved ville åbnes mulighed for øget udbytte, selv om betydningen for værdipapirmarkedet af en ændret anbringelsespraksis måske er begrænset.

## KAPITEL 5.

### Forholdet til kapitalmarkedet i udlandet

#### I. Oplysninger om værdipapirer i forskellige lande.

Oplysninger om udenlandske børser omsætning og værdi af noterede papirer er vanskelig tilgængelige. Nedenfor bringes nogle spredte oplysninger om udenlandske kapitalmarkedsforhold hentet fra forskellige kilder:

*Tabel 38. Noterede værdipapirer på europæiske fondsbørser.*

|                                  | Fast forrentede papirer |                  | Aktier            |                   |
|----------------------------------|-------------------------|------------------|-------------------|-------------------|
|                                  | nom. værdi              | kurs-værdi       | nom. værdi        | kurs-værdi        |
|                                  | mldr. d. kr.            |                  | mldr. d. kr.      |                   |
| London (1962) . . . . .          | 460                     | 336              | 193               | 685               |
| Paris (1964) . . . . .           | 90                      | 76               | 42                | 144               |
| De tyske børser (1964) . . . . . | 86 <sup>1)</sup>        | 86 <sup>1)</sup> | ..                | 153               |
| Amsterdam (1964) . . . . .       | ..                      | ..               | ..                | 69                |
| Bruxelles (1964) . . . . .       | 0                       | 0                | ..                | 32                |
| Zürich (1964) . . . . .          | ..                      | ..               | ..                | 19                |
| Stockholm (1964) . . . . .       | ..                      | ..               | 10                | 29                |
| Oslo (1960) . . . . .            | 6                       | 6                | 1,3               | 3,5               |
| København (1965) . . . . .       | 40                      | ca. 30           | 3,3 <sup>2)</sup> | 8,9 <sup>2)</sup> |

1) Frankfurt 1962.

2) incl. aktier noteret på Efterbørsen.

Kilder: Oplysninger fra visse børser, Svenska Handelsbanken; The Swedish Capital Market, Stockholm 1964, og fra »Die Börse« udgivet 1965 af AIESEC's tyske komité i anledning af komiteens 3. Bankseminar i Düsseldorf juli 1965.

Sammenlignet med udenlandske børser indtager Københavns Fondsbørs en særstilling ved, at den noterede obligationsmængde langt overstiger værdien af den noterede aktiemængde. Regnet efter kursværdi udgør de på Københavns Fondsbørs noterede aktier mindre end en tredjedel af de noterede obligationers værdi; medens aktieværdierne på London Børs er ca. det dobbelte af og på Paris Børs ca. 1½ gange de fastforrentede papirers værdi. På Børserne i Amsterdam og Bruxelles er aktierne endnu mere dominerende. Nærmest danske forhold kommer måske vesttyske børsforhold, idet der i 1964 alene på Børsen i Frankfurt noteredes obligationer til en værdi af ca. 86 mldr. d. kr., medens den samlede værdi af noterede aktier på alle 8 tyske børser androg ca. 153 mldr. d.

kr. Det må dog tages i betragtning, at en væsentlig - eller den væsentligste - del af de på udenlandske børser noterede obligationer er industriobligationer og statsobligationer, medens de på Københavns Fondsbørs noterede obligationer for den overvejende part tjener til finansiering af boligbyggeri og landbrug.

I forhold til landets størrelse er den på Københavns Fondsbørs noterede obligationsmængde meget betydelig sammenlignet med andre landes forhold og den noterede aktiemængde uforholdsmæssig ringe. Det sidste synes iøvrigt at gælde alle de skandinaviske lande.

*Tabel 39. Omsætning på europæiske børser (kursværdi).*

|                                               | Fastforrentede papirer | Aktier       |
|-----------------------------------------------|------------------------|--------------|
|                                               | mldr. d. kr.           | mldr. d. kr. |
| London (September 1964-august 1965) . . . . . | 283 <sup>1)</sup>      | 72,9         |
| Paris (1964) . . . . .                        | ..                     | 13,8         |
| De tyske Børser (1964) . . . . .              | ..                     | 7,7          |
| Amsterdam (1964) . . . . .                    | ..                     | 5,3          |
| Bruxelles (1962) . . . . .                    | 0                      | 3,2          |
| Wien (1961) . . . . .                         | 0,1                    | 0,2          |
| Stockholm (1964) . . . . .                    | 0,2                    | 1,1          |
| København (1965) . . . . .                    | ca. 1,6                | ca. 0,2      |

i) heraf ca. f kortfristede statspapirer.

Kilder: Som tabel 34 a samt Financial Times 3/9 1965 og Skandinaviske Bankens Kvartalskift.

Det bemærkes, at omsætningstallet for fast forrentede papirer på London Børs inkluderer omsætningen med skatkammerbeviser, der i månederne juli-august 1965 tegnede sig for ¾ af omsætningen. Såfremt disse måneder har været typiske, kan det anslås, at omsætningen på London Børs har været nogenlunde lige fordelt mellem aktier og obligationer. Aktieomsætningen på Stockholm Børs var i 1964 mere end det femdobbelte af obligationsmængden, medens omvendt omsætningen med obligationer på Københavns Fondsbørs var 8 gange aktieomsætningen, regnet efter kursværdi. Efter international målestok er aktieomsætningen beskeden på de skandinaviske børser.

*Tabel 40. Aktie- og obligationsemissioner i Storbritannien, Vesttyskland og Skandinavien.*

|                             | Aktie-<br>emissioner             | Stigning i cirkul.<br>obligationer |
|-----------------------------|----------------------------------|------------------------------------|
|                             | mldr. d. kr.<br>årlig gennemsnit | mldr. d. kr.<br>årlig gennemsnit   |
| Storbritannien(1960-62)     | 6,7                              | 4,1                                |
| Vesttyskland (1960-62) .    | 3,2                              | 15,3                               |
| Sverige (1961-63) . . . . . | 0,6                              | 3,3                                |
| Norge (1961-62) . . . . .   | 0,3                              | 0,6                                |
| Danmark (1961-63) . . .     | 0,2                              | 2,9                                |

Kilder: OECD-arbejdsdokumenter TIR (63) 6, 7 og 9 samt CPE/WP3 (63) 19.

I tabel 40 er vist årlige emissioner af aktier og obligationer i nogle lande for at illustrere de to finansieringsformers betydning. Det vil ses, at både i Vesttyskland og i de skandinaviske lande har obligationslån haft større betydning for investeringer m.v. end aktieemission, hvorimod forholdet er omvendt i Storbritannien. Obligationsemissionerne var dog i Danmark uforholdsmæssig store allerede i de viste år (1961-63). Siden er de danske obligations-emissioner fordoblet.

## II. Reglerne for overførsel af kapital til og fra udlandet.

### 1. Udvalgets opgaver.

I udvalgets kommissorium hedder det bl.a.: »Det forudsættes, at udvalget lader hensynet til muligheden af friere kapitalbevægelser mellem Danmark og udlandet indgå i sine overvejelser«. Udvalget har derfor på grundlag af oplysninger fra Handelsministeriet og Danmarks Nationalbank drøftet de gældende danske regler for overførsel af kapital til og fra udlandet samt de internationale aftaler, bl.a. inden for OECD og fællesmarkedet, der er truffet på dette område, og de bestræbelser for videregående liberalisering af kapitalbevægelser, som gøres inden for disse organisationer.

I nærværende afsnit er disse regler nærmere beskrevet, og i de efterfølgende afsnit har udvalget søgt at belyse virkningerne af en eventuel liberalisering af kapitalbevægelserne i overensstemmelse med de mål, OECD og fællesmarkedet har opstillet. Udvalget har ikke anset det for sin opgave at udtale sig om ønskeligheden af, at Danmark foretager en videregående frigivelse af kapitaloverførsler til og fra udlandet, eller at bedømme en eventuel liberaliserings virkninger på den økonomiske politik,

men indskrænket sig til at belyse virkningerne af et sådant skridt dels på kapitalmarkedet i almindelighed, herunder obligations- og aktie-markedet, dels virkningerne specielt for Børsen og dens tekniske funktion. Udvalget har i denne forbindelse drøftet, i hvilken udstrækning danske interesser må antages at blive berørt af en eventuel frigivelse af handlen med danske værdipapirer med udlandet, og hvorledes sådanne danske interesser kan tænkes varetaget under disse vilkår.

Forinden man går over til en bedømmelse af en eventuel kapitalliberaliserings virkning, gives nedenfor en beskrivelse af indholdet i den af OECD vedtagne liberaliseringskode og de reservationer, der fra Danmarks og visse andre landes side er taget. Opfyldelse af liberaliseringskoden kan tages som udtryk for den frigivelse af kapitalbevægelser, som OECD-landene tilstræber, og som i vidt omfang allerede er realiseret inden for fællesmarkedet, og kan derfor tages som udtryk for den situation, det i udvalgets kommissorium er forudsat, at den kommende børslovgivning indrettes på.

### 2. OECD's kapitalkode.

Inden for OEEC/OECD er der siden slutningen af 1950'erne gennemført en betydelig udvidelse af medlemslandenes forpligtelser til liberalisering af kapitalbevægelser sideløbende med de integrationsbestræbelser, der har fundet sted inden for EEC og EFTA.

Kapitalliberaliseringen har bestandig sigtet på et bredt regionalt område, idet man inden for OECD har søgt at modvirke den geografiske splittelse i de økonomiske forhold, som kunne følge af de forskellige markedsdannelser. For at fremme samarbejdet i den vestlige verden har OECD i foråret 1964 efter et par års forarbejde fremlagt et forslag til kapitalliberalisering, der - fuldt gennemført - bringer liberaliseringen mellem OECD-landene op på et niveau, der i det store og hele svarer til de indbyrdes forpligtelser, EEC-landene har påtaget sig.

Forslaget blev vedtaget af OECD's råd den 28. juli 1964. Forpligtelserne er indeholdt i den såkaldte kapitalkode (Code of Liberalisation of Capital Movements).

I henhold til kodens artikel 1 forpligter medlemslandene sig til en fremadskridende indbyrdes afskaffelse af restriktionerne over for kapitalbevægelser i den udstrækning, dette er nødvendigt for et effektivt økonomisk samarbejde,

og det pålægges medlemslandene at søge liberaliseringsforanstaltningerne udvidet til at gælde over for alle medlemmer af Den internationale Valutafond.

De arter af kapitalbevægelser, der er underkastet liberaliseringsforpligtelse, er opregnet i et bilag til kapitalkoden, og medlemslandene er forpligtede til at udstede de for afslutning og effektuering af de pågældende forretninger og for de pågældende valutaoverførsler nødvendige tilladelser. Kapitalbevægelserne er i det omhandlede bilag fordelt på to lister, liste A og liste B, således at de arter af kapitalbevægelser, hvis liberalisering antages at ville volde mindst vanskelighed, er opført på liste A, medens liste B indeholder de mere risikobetonede kapitalbevægelser. Begge lister er fuldt ud forpligtende, men medlemslandene har adgang til at tage reservationer over for de enkelte positioner og derved frigøre sig for forpligtelsen til at liberalisere de pågældende kapitalbevægelser. Reservationer i forhold til positioner optaget på liste A har imidlertid kun kunnet tages i forbindelse med ikraftsættelsen af kapitalkoden i dens nuværende udformning, hvorimod reservationer over for de i liste B indeholdte positioner kan tages på et hvilket som helst tidspunkt. Medlemslandene har også adgang til at fastsætte særlige betalingskanaler med frit svingende valutakurser for kapitalbetalinger til og fra udlandet, når dette er i overensstemmelse med deres internationale forpligtelser over for andre end OECD.

Berettigelsen og nødvendigheden af de anmeldte reservationer og særlige betalingskanalarrangementer skal underkastes regelmæssige eksaminationer i OECD med det formål at sikre, at de enkelte medlemslande ikke opretholder flere eller mere omfattende reservationer og særlige betalingskanalarrangementer end nødvendigt og rimeligt.

I bilag H til betænkningen er optrykt en af Handelsministeriet udarbejdet fortegnelse over alle arter af internationale kapitalbevægelser med angivelse af de enkelte positioners optagelse i henholdsvis udeladelse af den gældende kapitalkode og med markering af de positioner, over for hvilke der er anmeldt reservationer fra dansk side. Danmark har ikke benyttet sig af mulighederne for at etablere særlige betalingskanalarrangementer.

De vigtigste af de arter af kapitalbevægelser, som efter de gældende OECD-bestemmelser er underkastet liberaliseringsforpligtelse, er:

- a. direkte investeringer (d. v. s. investeringer med det formål at skabe varige økonomiske forbindelser med en virksomhed, især sådanne investeringer som giver mulighed for at udøve en effektiv indflydelse på virksomhedens ledelse), samt likvidation af sådanne investeringer,
- b. aktie- og obligationsmissioner samt adgang til børserne for handel med aktier og obligationer,
- c. erhvervelse og afhændelse af fast ejendom til ikke-erhvervsmæssige formål (fast ejendom til erhvervsmæssig brug henhører under direkte investeringer),
- d. kommercielle kreditter med en løbetid på under 5 år,
- e. finanskreditter med en løbetid på 1 år og derover, når ved optagelse af kreditter i udlandet debitorerne og ved ydelse af kreditter til udlandet kreditorerne er pengeinstitutter,
- f. private kapitalbevægelser i form af f. eks. lån,
- g. betaling i forbindelse med, men ikke tegning af livsforsikring.

Liberaliseringsforpligtelsen omfatter således praktisk taget alle de former for kapitalbevægelser, for hvilke der under stabile økonomiske forhold kan tænkes at ville være væsentlig interesse.

De vigtigste arter af kapitalbevægelser, som ikke er omfattet af kapitalkodens liberaliseringsforpligtelser, er:

- h. handel med kortfristede skatkammerveksler og andre kortfristede værdipapirer, der normalt handles på pengemarkedet,
- i. kommercielle kreditter med en løbetid på 5 år og derover,
- j. finanskreditter med en løbetid på under 1 år, endvidere andre finanskreditter, når ved optagelse af kreditter i udlandet debitorerne og ved ydelser af kreditter til udlandet kreditorerne ikke er pengeinstitutter,
- k. oprettelse og anvendelse af konti i pengeinstitutter.

Når disse former for kapitalbevægelser ikke er omfattet af liberaliseringsforpligtelsen, skyldes det, at de udgør særligt velegnede instrumenter for spekulative kapitalbevægelser under tilstande af international økonomisk uligevægt.

Da forslaget til ændringer af kapitalkoden i foråret 1964 fremkom fra OECD, blev det besluttet fra dansk side at tiltræde det fremlagte forslag, men samtidig at tage sådanne reservationer, at den hidtil førte jordpolitik samt penge- og valutapolitik kunne videreføres på grundlag af stort set uændrede regler og praksis.

Der er fra dansk side taget følgende reservationer over for kapitalkoden:

*Udenlandske direkte investeringer i Danmark.* Reservationen gælder kun i den udstrækning, hvor der består begrænsninger i udlændinges non-

residents) adgang til at udøve visse former for virksomhed eller til at erhverve eller til at eje visse arter af ejendom.

*Emissioner af danske aktier og obligationer i udlandet samt af udenlandske aktier og obligationer i Danmark.* Ubegrænset reservation.

*Indførelse af udenlandske aktier og obligationer på Fondsbørsen.* Ubegrænset reservation.

*Køb og salg af danske aktier og obligationer i udlandet samt af udenlandske aktier og obligationer i Danmark.* Reservationen gælder for handel med værdipapirer i almindelighed, men der er gjort forskellige undtagelser f. eks. for forsikringselskaber og i udlandet bosatte danske statsborgere, reinvestering og udnyttelse af tegningsrettigheder og hjemkøb af danske værdipapirer, der enten udelukkende lyder i danske kroner, eller som foruden lyder i sådanne møntsorter, som siden udstedelsen er nedskrevet i forhold til danske kroner.

*Udlændinges opførelse eller køb af fast ejendom i Danmark.* Reservationen gælder ikke for personer, som tidligere har været bosat i Danmark i mindst 5 år.

*Danskeres opførelse eller køb af fast ejendom i udlandet.* Reservationen gælder kun ejendomserhvervelse, der beløber sig til over 25.000 kr. eller - når helbredshensyn godtgøres - til over 75.000 kr.

*Finanskreditter med en løbetid på 1 år og derover, formidlet af indenlandske pengeinstitutter.* Reservationen omfatter lån såvel fra danske pengeinstitutter til udlandet som fra udlandet til danske pengeinstitutter.

De danske begrænsninger vedrørende udlændinges direkte investeringer og angående udlændinges erhvervelse af fast ejendom (til ikke-erhvervsmæssige formål) er begrundet i ønskeligheden af dels af nationalpolitiske årsager at kunne føre kontrollen med og begrænsningen af udlændinges erhvervelse af fast ejendom både til erhvervsmæssige og private formål, dels for at have mulighed for i næringspolitiske anliggender at tilgodese indlændinges interesser på bekostning af udlændinges, i den udstrækning det anses for påkrævet.

Sådanne reguleringer kan imidlertid også have begrænsende virkninger på internationale kapitalbevægelser. Da der er uklarhed med hensyn til rækkevidden af kapitalkodens forpligtelser for disse investeringer, har man fra dansk side taget den nævnte reservation for udenlandske direkte investeringer.

De øvrige konkrete reservationer er nødvendige for at fastholde muligheden for en videreførelse af den hidtidige penge- og valuta-politik.

Herudover er der for *Færøerne og Grønland* anmeldt generelle reservationer over for kapitalkodens liberaliseringsforpligtelser.

### 3. Andre landes regulering af kapitalbevægelser og de danske restriktioner.

Det vil af det forrige afsnits oplysninger om de danske reservationer til OECD's kapitalkode fremgå, at import og eksport af kapital er reguleret i væsentligt omfang her i landet. Medens disse reguleringer, for så vidt angår direkte investeringer, kreditter til finansiering af dansk udenrigshandel og personlige kapitalbevægelser, praktiseres liberalt, har man her i landet i en årrække håndhævet reglerne vedrørende emissioner, porteføljeinvesteringer (køb og salg af værdipapirer, der ikke repræsenterer direkte investeringer, eller som sker i forbindelse med emissioner) samt finanskreditter på den måde, at der kun i begrænset omfang er givet tilladelse til sådanne dispositioner.

De fleste andre vestlige landes reguleringer vedrørende direkte investeringer, kreditter til finansiering af udenrigshandel og personlige kapitalbevægelser er enten ligeså liberale eller mindre liberale end de danske reguleringer. De fleste andre af de nævnte landes reguleringer vedrørende emissioner og finanskreditter må antages at være nogenlunde lige så restriktive som de danske reguleringer. Emissioner er således kun helt frigivet i Vesttyskland og Østrig, medens det af OECD's kode omfattede finanskreditter kun er helt frigivet i Vesttyskland. (U.S.A.s renteudligningsskat anses i denne forbindelse som en restriktion på begge arter af transaktioner). Restriktionerne på begge arter af transaktioner er dog ikke væsentlige i Belgien og Luxembourg, idet de deraf resulterende betalinger til udlandet blot skal ske over det såkaldte frie valutamarked i disse lande. De franske myndigheder har i november 1966 bebudet frigivelse af emissioner.

For så vidt angår køb og salg af værdipapirer, der ikke repræsenterer direkte investeringer, og som heller ikke sker i forbindelse med emissioner, er situationen derimod mere kompliceret.

Valutaudlændinges køb fra valutaindlændinge af indenlandske værdipapirer er for tiden - så vidt det kan skønnes - underkastes reguleringer i Island og de øvrige skandinaviske lande, der nogenlunde svarer til reguleringerne her i landet. Grækenland, Japan, Portugal, Spanien og Tyrkiet praktiserer yderligere ret strenge og

England, Frankrig, Holland, Irland, Italien og Østrig mindre betydningsfulde reguleringer vedrørende visse arter af sådanne dispositioner. Selv om Vesttyskland ikke anvender valutarestriktioner til regulering af sådanne dispositioner, er disse dog kraftigt reguleret ved, at afkast af valutaudlændinges beholdninger af fast forrentede vesttyske værdipapirer er belagt med en særskat på 25 pct. Canada har for tiden ingen valutarestriktioner på kapitalimport, men da det ikke har tiltrådt OECD's kapitalkodebestemmelser, har man ingen sikker viden om, hvorvidt landet på anden måde har reguleret de nævnte dispositioner. Man ved derfor kun med sikkerhed, at dispositionerne af den nævnte art kan ske frit i Belgien-Luxembourg, Svejs og U.S.A.

Valutaindlændinges hjemkøb fra valutaudlændinge af indenlandske værdipapirer er for tiden - så vidt det kan overses - underkastet reguleringer i de øvrige skandinaviske lande, England, Grækenland, Irland, Island, Portugal, Spanien og Tyrkiet, der er enten ligeså eller mere omfattende end de danske. I Holland, Italien og Japan praktiserer man mindre betydningsfulde reguleringer af sådanne dispositioner. Sådanne hjemkøb kan yderligere i Belgien-Luxembourg, England, Irland og Japan kun ske over særlige valutamarkeder, hvor kurserne afviger noget fra de officielle kurser. Dispositioner af denne art kan derimod - så vidt vides - ske frit i de øvrige OECD-lande, herunder Canada.

Valutaindlændiges køb af udenlandske værdipapirer fra valutaudlændinge er reguleret i noget større omfang end valutaudlændinges køb af indenlandske værdipapirer. Restriktionerne er normalt noget lempeligere for værdipapirer, der handles på børserne, end for andre værdipapirer, men særligt strenge for værdipapirer, der lyder i køberlandets valuta. Selv om Grækenlands, Islands og Tyrkiets bestemmelser ikke kendes, må det på baggrund af disse landes store betalingsvanskeligheder antages, at disse lande er mest restriktive over for sådanne køb. De skandinaviske lande, Japan, Portugal og Spanien tillader endvidere kun køb fra valutaudlændinge af sådanne værdipapirer i specielle tilfælde. I England og Irland er sådanne køb officielt frigivet, når købesummen afregnes over særlige valutamarkeder, hvor kurserne afviger fra de officielle kurser, men uofficielt har de engelske valutamyndigheder i maj 1966 henstillet til de kredse, der hidtil navnlig har været interesseret i at foretage sådanne køb, i

videst gørligt omfang at afstå herfra. Det i England og Irland vigtigste valutamarked for sådanne transaktioner er det såkaldte »security dollar« marked, hvor kurserne i efteråret 1966 lå således, at sådanne køb fordyredes med ca. 25 pct. i forhold til, hvad der skulle have været betalt, når de officielle kurser havde kunnet anvendes. Sådanne specielle valutamarkeder skal også anvendes, når personer og virksomheder, der er hjemmehørende i Belgien-Luxembourg, ønsker at foretage sådanne dispositioner, men i disse lande har kurserne på disse markeder i de senere år kun afvejet lidt fra de officielle kurser. Frankrig har frigivet køb af sådanne værdipapirer, der handles på børserne, men ikke køb i Frankrig af andre værdipapirer samt køb i andre lande af aktier i investeringsselskaber. Italien og Østrig har frigivet såvel køb af udenlandske værdipapirer, der handles på børserne, som køb af andre udenlandske værdipapirer, når købet foregår i de to lande, men ikke når det foregår i andre lande. Selv om U.S.A. ikke anvender valutarestriktioner til regulering af sådanne dispositioner, er disse dog kraftigt reguleret dels ved, at sådanne dispositioner er belagt med en skat, der nedsætter den effektive forrentning af investeringerne med ca. 1 pct. p.a., dels ved at de amerikanske myndigheder i 1965/66 har henstillet til kredse, der hidtil navnlig har været interesseret i at foretage sådanne køb, i videst gørligt omfang at afstå herfra. Når der ses bort fra Canada, der uanset at landet er medlem af OECD slet ikke har tiltrådt OECD's liberaliseringskode for kapitalbevægelser, kan det herefter fastslås, at valutaindlændinges køb af udenlandske porteføljeinvesteringsspapirer kun er helt frigivet i Schweiz og Vesttyskland, men at reguleringerne vedrørende sådanne køb dog i visse lande, specielt Belgien-Luxembourg, Holland, Frankrig, Italien og Østrig er af væsentligt mindre omfang end i de øvrige lande, herunder Danmark.

Som tidligere omtalt indeholder OECD's liberaliseringskode en speciel regel af rent børsteknisk art. Den pålægger medlemslandenes myndigheder at tillade såvel at indenlandske aktier og obligationer får adgang til udenlandske fondsbørser, som at udenlandske aktier og obligationer får adgang til indenlandske fondsbørser. Den sidste regel medfører ingen indskrænkning i fondsbørsernes egen adgang til at fastsætte regler for værdipapirhandelen, men det præciseres i en tilføjelse, at medlemslandenes myndigheder ikke må opretholde eller ind-

føre restriktioner, der diskriminerer mod udenlandske værdipapirer. Danmark har som omtalt taget forbehold over for den sidstnævnte af de to forpligtelser, som en konsekvens af de i nærværende kapitel afsnit III, stk. 7 omtalte regler for notering af og handel med udenlandske aktier og obligationer på Københavns Fondsbørs. Frankrig, Holland, Italien, Norge, Portugal, Spanien og Sverige har en tilsvarende reservation, Portugal tillige over for den førstnævnte af de to forpligtelser.

Hvad specielt angår kapitalbevægelser inden for *fællesmarkedet* er der allerede på nuværende tidspunkt gennemført en betydelig liberalisering mellem de seks lande, og investeringer i børspapirer, der ikke repræsenterer direkte investeringer eller som sker i forbindelse med emissioner, kan inden for fællesmarkedet ske ret frit, jfr. ovenfor. Ifølge de af EEC's råd vedtagne direktiver omfatter den indbyrdes liberaliseringsforpligtelse således for det første valutaudlændinges erhvervelse af indenlandske værdipapirer, der handles på børsen, og repatriering af likvidationsprovenu af sådanne papirer og for det andet valutaindlændinges erhvervelse af tilsvarende udenlandske værdipapirer og anvendelse af likvidationsprovenu af sådanne papirer. Medlemslandene har adgang til at fastsætte, at de tilsvarende betalinger skal ske på markeder med moderat afvigende valutakurser. (Belgien-Luxembourg benytter sig som nævnt af denne ret). Medlemslandene har ret til at begrænse såvel valutaindlændinges køb af børsnoterede andele i udenlandske kapitalanlægs-selskaber og valutaudlændinges køb af børsnoterede andele i indenlandske selskaber af denne art samt valutaudlændinges erhvervelse af alle arter af i udlandet emitterede udenlandske værdipapirer, der lyder i erhververens lands valuta, såfremt liberalisering af sådanne transaktioner vil kunne vanskeliggøre gennemførelsen af landets økonomiske politik.

Hvad angår indenlandske virksomheders adgang til emissioner på et andet medlemslands marked og adgangen til for virksomheder i et andet medlemsland til emissioner på det indenlandske marked, samt hvad angår handlen med værdipapirer, der ikke handles på børsen, er fællesmarkedslandenes indbyrdes forpligtelse ikke ubetinget, såfremt et medlemsland finder, at liberalisering af disse transaktioner vil vanskeliggøre gennemførelse af landets økonomiske politik. Fællesmarkeds-kommissionen skal dog

prøve at overvinde disse vanskeligheder og kan rette henstillinger til den pågældende stat om at ophæve disse restriktioner. Som det fremgår af omtalen side 73 opretholder Italien, Frankrig og Holland regulering af udlændinges ret til emissioner på det indenlandske marked, og Italien og Holland regulerer valutaudlændinges adgang til emissioner i udlandet af aktier og obligationer (i Holland dog kun for obligationer).

I april 1964 har Kommissionen forelagt forslag til et kapitaldirektiv, som dog endnu ikke er vedtaget i Rådet. Forslaget indeholder en række bestemmelser, der tilsigter en yderligere liberalisering af handelen med værdipapirer mellem medlemslandenes borgere. Medens de to første kapitaldirektiver tilsigter en liberalisering af valutabestemmelserne, så er det hensigten med det 3. kapitaldirektiv at fjerne hindringer, som eksisterer på grundlag af andre lovbestemmelser o.l., idet erfaringerne har vist, at selvom en liberalisering af valutabestemmelserne har fundet sted, har der kunnet opretholdes en diskriminering derigennem, at et lands egne borgere er underkastet mindre strenge formelle krav m.v. end de andre medlemslandes borgere.

Især på 3 områder har Kommissionen fundet, at der er vanskeligheder af denne karakter, og har derfor stillet forslag vedrørende:

- 1) Emission af og investering i aktier udstedt af virksomheder i andre medlemslande på det indenlandske kapitalmarked.
- 2) Introduktion af aktier på en indenlandsk fondsbørs.

For disse områder foreslås indført et forbud imod enhver diskriminering baseret på udstederens nationalitet eller bopæl. Bestemmelserne i 1. kapitaldirektivs art. 3, der gør ophævelsen af valutamæssige restriktioner betinget, berøres ikke af ovennævnte bestemmelser, således at Italien og Holland - såfremt forslaget gennemføres - kan opretholde de gældende valuta-restriktioner på dette område. (Frankrig, som i en årrække på dette område har fulgt samme politik som Holland og Italien har - som nævnt — bebudet en ny politik vedrørende emissioner.) Dette forhold har imidlertid stødt de andre fællesmarkedslande så meget, at de under forhandlingerne har søgt at gøre gennemførelsen af 3. direktiv afhængig af, at restriktions-landenes undtagelsesstilling væsentlig begrænses.

- 3) Adgangen for finansieringsinstitutioner til at erhverve udenlandske aktier og andele.

For dette område foreslås indført et forbud imod enhver diskriminering gennem bestemmelser i den nationale lovgivning, der gør det lettere for sådanne institutioner at erhverve indenlandske aktier end aktier fra andre medlemslande under forudsætning af: 1) at den udenlandske aktie ikke er mindre sikker under hensyn til dens natur, udstederens kvalitet og den tilbudte sikkerhed end de nationale aktier, som institutionen har tilladelse til at erhverve, 2) at aktierne er betalbare i national valuta, og 3) at de er noteret på en national fondsbørs. Dette forslag tager navnlig sigte på bestemmelser i lovgivningen vedrørende sparekasser, forsikringselskaber og pensionskasser.

Forslaget skal for at få gyldighed vedtages enstemmigt af Rådet. Det fremgår af kommentarer til forslaget under behandlingen i Den monetære Komité, at også forslaget vedrørende finansinstitutionerne har fremkaldt betænkelighed i visse kredse, fordi det specielt i lande, hvor notering af aktier m.v. på børserne foregår uden større kontrol (f.eks. Luxembourg og Belgien), kan medføre, at et meget stort antal udenlandske aktier med relativ høj forrentning vil komme på markedet og forstyrre den nuværende balance, især til skade for salget af statsobligationer.

### **III. Liberaliseringens virkning på kapitalmarkedet.**

#### *1. Virkningerne på kapitalmarkedet i almindelighed.*

Spørgsmålet om en liberalisering af kapitalbevægelser til og fra Danmark kan opdeles i to spørgsmål: For det første kan man søge frem til en fastlæggelse af, hvilke forudsætninger der må være opfyldt, for at en sådan liberalisering kan accepteres, og for det andet kan man analysere, hvorledes frie kapitalbevægelser vil virke, når liberaliseringen først er gennemført.

Det vil straks ses, at disse to sæt af problemer ikke er uafhængige af hinanden; thi betingelserne for at tillade frie kapitalbevægelser er i meget væsentligt omfang en følge af de virkninger, disse ville have, når de er gennemført. Ud fra dette synspunkt, men tillige ud fra den forudsætning, at det må ligge uden for udvalgets kompetence at overveje, hvorvidt, hvornår og hvordan det vil være ønskeligt at gennemføre en (næsten) fuldstændig liberalisering af kapitalbevægelserne, skal man her ind-

skrænke sig til en ganske kort diskussion af de forventelige generelle virkninger af en sådan liberalisering.

Et helt umiddelbart spørgsmål vil her være, hvorvidt det vil være muligt i denne situation at opretholde det renteniveau på kapitalmarkedet, måske specielt på obligationsmarkedet, som ligger væsentligt højere end udlandets. Umiddelbart vil man besvare dette spørgsmål benægtende. Såfremt en svejtsisk sparer eller et svejtsisk forsikringselskab kan opnå 8-10 pct. p.a. ved køb af danske obligationer mod en væsentlig lavere rente ved køb af hjemlige papirer, skulle man umiddelbart forvente, at valget ville falde ud til fordel for den danske obligation. Virkningen af en liberalisering under de nuværende renteforhold måtte således antages at blive en betydelig tilstrømning af kapital til landet gennem udenlandske køb af danske obligationer. Når kurserne på grund af udenlandske køb er bragt i vejret, ville en tilbagerækning til udlandet med henblik på at realisere kursgevinsten kunne befrygtes. Såfremt virkningerne af liberaliseringen får et sådant forløb, ville udlandet have indkasseret en betydelig spekulationsgevinst. Udvalget har i øvrigt ikke taget stilling til virkningerne af en sådan engangsindstrømning af kapital, men anset det for usandsynligt, at man fra dansk side skulle kunne acceptere en liberalisering, som havde sådanne voldsomme engangsvirkninger. En liberalisering må antagelig forudsætte en forudgående tilpasning af det danske renteniveau, således at sådanne engangsvirkninger ikke indtræffer.

Udvalget har derfor søgt at vurdere virkningerne af frie kapitalbevægelser på det danske kapitalmarked og på Børsens forhold, når den tilnærmelse af renteniveauerne, som enten er en følge af eller en forudsætning for liberaliseringen, er gennemført.

Det er imidlertid et spørgsmål, i hvor høj grad der vil ske en udjævning af renteniveauet mellem Danmark og udlandet i forbindelse med en liberalisering. Som omtalt i afsnit II er porteføljeeinvesteringer frigivet i en vis grad i en række lande, og alligevel kan der være ret væsentlig forskel på renteniveauerne fra land til land. Der gør sig utvivlsomt en vis træghed gældende, som medfører, at udligningen af renteniveauerne ikke bliver fuldstændig, og som tillige vil begrænse de kapitalbevægelser, som man kunne vente igangsat ved moderate ændringer af efterspørgsel og udbud af kapital på det danske marked.



For det første kan man henvise til, at politisk betonedede betragtninger hos udenlandske købere af værdipapirer kan medføre tilbageholdenhed med hensyn til udnyttelse af renteforskelle. Selv om man eventuelt lod danske obligationer være ledsaget af et garantisystem for transferering og f.eks. hypotekbankgaranti, kommer imidlertid hertil for det andet, at selv om valutakurser ifølge IMF-overenskomsten - bortset fra mindre ændringer - kun kan ændres med særlig tilladelse fra Den internationale Valutafond, så vil udenlandske købere dog - ikke alene i lys af en almindelig usikkerhedsfølelse, men også belært af erfaringerne - kalkulere med en risikomargin for valutakursændringer.

Der er derfor ingen grund til at vente, at fri kapitalbevægelser nødvendigvis betyder samme effektive rente her og i udlandet; men det må imidlertid antages, at en liberalisering af kapitalbevægelserne omend den ikke helt vil udelukke mulighederne for at føre selvstændig dansk pengepolitik dog væsentlig vil begrænse mulighederne for at anvende denne politik til regulering af den indenlandske økonomiske aktivitet. De sidste års erfaringer viser dette, idet flere lande har set sig nødsaget til at gennemføre regulerende bestemmelser. Som eksempler kan nævnes den amerikanske renteudlignings-skat, egentlig deliberalisering i Svejts (fra 1964 til 1966) og de vesttyske afgifter på afkastet af valutaudlændinges beholdninger af vesttyske obligationer m.v.

## 2. Virkningerne på obligationsmarkedet.

Betydningen af de forskellige landes optagelse af obligationslån i udlandet, resp. udenlandske emissioner på det indenlandske marked er i tabel 41 illustreret med oplysninger hentet fra en OECD-undersøgelse.

Oversigten viser samtidig den totale stigning i obligationsudstedelse på det pågældende marked, hvoraf fremgår, hvor relativt betydeligt det danske obligationsmarked.

Udenlandske emissioner tegnede sig for 40 pct. af obligationstilvæksten i Svejts, for 20 pct. i Holland og ca. 8 pct. i USA. Optagelse af obligationslån i udlandet har været forholdsvis størst fra Danmark, Norge og Belgien, medens denne form for kapitalimport har været af forholdsvis underordnet betydning i de øvrige lande. Den danske lånoptagelse har hovedsagelig omfattet offentlige myndigheders og koncessionerede virksomheders emissioner.

Tabel 41. Obligationsudstedelse i forskellige lande

| 1960-62<br>gennemsnit.<br>mill. \$ | Stigning i cirkul. obligationer<br>på det pågældende lands marked |                             | Emmissioner i udlandet |
|------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|-----------------------------|------------------------|
|                                    | I alt                                                             | heraf udenlandske låntagere |                        |
| Danmark . . .                      | 325                                                               | —                           | 35                     |
| Norge 1) . . . .                   | 50                                                                | —                           | 31                     |
| Sverige . . . . .                  | 410                                                               | 6                           | 3                      |
| UK . . . . .                       | 1.010                                                             | -17                         | 35                     |
| Svejts . . . . .                   | 331                                                               | 142                         | 3                      |
| Østrig . . . . .                   | 116                                                               | 3                           | 17                     |
| Belgien 1) . . .                   | 530                                                               | —                           | 56                     |
| Holland . . . . .                  | 258                                                               | 49                          | 4                      |
| Italien . . . . .                  | 1.463                                                             | 24                          | 13                     |
| Vesttyskland . .                   | 1.815                                                             | 13                          | 27                     |
| USA . . . . .                      | 10.030                                                            | 853                         | 16                     |

i) 1960-61.

Kilde: OECD-arbejdsdokumenter TIR (64) 1 og TIR (63) 6.

Til vurdering af de omtalte udenlandske obligationsemissioner i forskellige lande er der i tabel 42 givet oplysninger vedrørende renteforholdene i begyndelsen af 1966 og i midten af den periode, emissionsoplysningerne i tabel 41 omfatter (1960-1962):

Tabel 42. Rente forhold i forskellige lande.

|                      | Diskonto<br>januar 1966 | Effektiv rente af lange<br>statsobligationer |                         |
|----------------------|-------------------------|----------------------------------------------|-------------------------|
|                      |                         | jan. 1966 <sup>1)</sup>                      | juli 1961 <sup>2)</sup> |
|                      | pct. p. a.              | pct. p. a.                                   | pct. p. a.              |
| Danmark . . . . .    | 6,5                     | 9,0                                          | 6,8                     |
| Norge . . . . .      | 3,5                     | 4,5                                          | 4,8                     |
| Sverige . . . . .    | 5,5                     | 6,5                                          | 5,7                     |
| UK . . . . .         | 6,0                     | 6,4                                          | 6,6                     |
| Svejts . . . . .     | 2,5                     | 4,0                                          | 3,0                     |
| Belgien . . . . .    | 4,8                     | 4,1                                          | 4,4                     |
| Holland . . . . .    | 4,5                     | 5,9                                          | 3,8                     |
| Frankrig . . . . .   | 3,5                     | 5,2                                          | 5,0                     |
| Italien . . . . .    | 3,5                     | 5,8                                          | 4,9                     |
| Vesttyskland . . . . | 4,0                     | (7,7) <sup>2)</sup>                          | (5,6) <sup>2)</sup>     |
| USA . . . . .        | 4,5                     | 4,4                                          | 3,9                     |

i) Svejts og Holland: december 1965. Italien november 1965.  
2) nyudst. obligationer med pant i fast ejendom.

3) Svejts og Italien: årsgennemsnit.

Kilde: Danmarks Statistiks konjunkturoversigter og OECD Main Economic Indicators. Marts 1966.

Inden for fællesmarkedet var den lange rente medio 1961 lavest i Holland (3,8 pct.), medens renten i Belgien, Italien, Frankrig og Vesttyskland lå henholdsvis 0,6 pct., 1,1 pct., 1,2 pct. og 1,8 pct. over den hollandske. De tre af de fire sidstnævnte lande har alle optaget obligationslån i udlandet i 1960—62, medens alene

Holland og i mindre grad Italien var nettoeksportør af kapital i form af obligationslån. Der er siden sket forskydninger i disse fire landes renteniveauer, således at renten i januar 1966 nu synes lavest i Belgien (renten af statsobligationer opgives til 4,1 pct.; men synes at bero på særlige forhold, da f.eks. diskontoen i Belgien er højere end i de øvrige EEC-lande). Den lange rente i Holland, Italien og Frankrig synes i begyndelsen af 1966 at være på niveau, medens renten i Vesttyskland ligger væsentlig højere. Som omtalt belægges renteudbytter, der overføres til udlandet, med en afgift i Vesttyskland for at modvirke kapitaltilstrømning på grund af den høje rente.

Sammenligning af renteforhold i forskellige lande på ovennævnte grundlag må dog tages med betydeligt forbehold. Dels har praktisk taget alle lande emissionskontrol, således at der ikke er tale om nogen fri markedsrente, dels afviger renten f.eks. til boligbyggeri og erhvervsformål i varierende grad fra de viste satser for statsobligationer. Der kan derfor ikke drages sikre konklusioner på dette grundlag; de omtalte forhold i fællesmarkedet kan måske tolkes derhen, at selv ret små renteforskelle er tilstrækkelige til at igangsætte kapitalbevægelser i et integreret marked, hvilket vil have en vis udlignende tendens, men at dette ikke udelukker andre bevægelser i renteniveauerne, der kan indebære, at der fra tid til anden kan være en vis forskel i renten på de forskellige markeder. Større renteforskelle på obligationer med ensartet sikkerhed synes ikke at kunne opretholdes i et integreret marked uden særlige foranstaltninger, som den vesttyske kuponskat — navnlig da ikke, hvis indbyrdes valutakursændringer anses for udsandsynlige.

Der kan derfor ikke være tvivl om, at den danske rente måtte nedbringes væsentligt forud for en liberalisering, hvis denne ikke skulle få for voldsomme følger. Det er muligt, at relativ stabilitet kunne opnås, uden at den danske rente blev sænket helt ned til det internationale niveau, men i så fald ville den højere rente formentlig også give anledning til indsigning af kapital og tilbagetrækning, når renten faldt væsentligt under udgangsniveauet. Det synes ikke usandsynligt, at en liberalisering af handlen med obligationer på et så relativt betydeligt obligationsmarked som det danske selv efter en vis »tilpasning« vil give anledning til forholdsvis betydelige kapitalbevægelser med heraf følgende påvirkninger af Fondsbørsen.

Forsøget på at vurdere virkningerne af en liberalisering kompliceres imidlertid yderligere, når man tager de betydelige forskelle i den effektive rente mellem statsobligationer og de forskellige realkreditinstitutters obligationer i betragtning. Ultimo februar 1966 varierede den effektive obligationsrente således fra 8,7 pct. for lange statsobligationer og 8,6 pct. for lavtforrentede kreditforeningsobligationer til 10,4 pct. for Byggeriets Realkreditfond.

De risici, som køb af dansk obligationer set fra udlandets synspunkt måtte indebære, vil betyde, at udlandet kun vil købe danske obligationer, der afkaster et »tilstrækkeligt« rentetillæg i forhold til renteniveauet i køberens land. Spørger man, hvor stort dette ekstra tillæg skal være, må svaret blive, at der naturligvis ikke er tale om skarpe grænser, idet udenlandske købere vil vurdere de forskellige risici ved de forskellige danske obligationstyper forskelligt. Selv en meget beskeden overrente vil antagelig trække nogle købere frem, og antallet vil forøges, jo højere rentetillægget bliver, således at der bliver en overgrænse for de forskellige papirers rente.

I det omfang, danske obligationer overtages af udenlandske investorer, der ønsker at anbringe midler på langt sigt, eller investorer, der til stadighed har tilsvarende risici i danske kroner, forsikringsselskaber o.l., ville korte renteændringer dog næppe få større virkning, da sådanne institutioners værdipapirbeholdninger normalt ligger meget fast, men i det omfang, der er tale om mere spekulative udenlandske køb, er det sandsynligt, at en dansk obligationsmasse på udenlandske hænder vil være forholdsvis stærk bevægelig. Selv i og for sig små, ja måske helt betydningsløse ændringer i de økonomiske forhold, vil kunne medføre spekulativt prægede transaktioner, der oven i købet kunne igangsætte kumulative bevægelser. En frigivelse af handlen med obligationer må derfor antages at stille meget store krav til Nationalbankens kurspleje.

Det følger af det ovenfor nævnte, at helt bortset fra virkningerne på aktiemarkedet (som omtales i det følgende afsnit), vil frie kapitalbevægelser betyde, at renteniveauet her i landet i højere grad bliver knyttet til udlandet, og at det bliver vanskeligere for Nationalbanken at regulere kreditgivningen.

Konsekvenserne heraf kan blive betydelige for den økonomiske politik og vil bl.a. stille større krav til finanspolitikken.

### 3. Problemer vedrørende liberalisering af handlen med aktier.

Problemstillingen med hensyn til liberalisering af handlen med aktier er til en vis grad en anden end for frigørelsen af obligationsmarkedet, hvis væsentligste effekt bliver virkningerne på kapitalmarkedet og renteniveauet. Frigivelse af handlen med aktier er naturligvis også et led i en integration af de forskellige landes kapitalmarked, men har næppe tilsvarende betydning for renteniveauet og vil - med det danske organiserede aktiemarkeds beskedne størrelser - næppe heller få tilsvarende betydning for danske kapitalmarkedsforhold, som liberalisering af obligationshandlen må antages at få.

Den afgørende forskel i virkningerne af liberaliseringen af handlen med de to typer værdipapirer er knyttet til den omstændighed, at aktiebesiddelse giver mulighed for kontrol over eller indflydelse på de pågældende selskabers ledelse, således at borgere og erhvervsvirksomheder i et land kan få direkte indflydelse på dele af erhvervslivets dispositioner i et andet land gennem den frie adgang til handel med aktier over grænserne. Forinden de hermed forbundne spørgsmål tages op til diskussion, skal der i det følgende bringes nogle oplysninger om omfanget af de hidtidige køb og salg af aktier mellem Danmark og udlandet.

### 4. Danmarks udenrigsomsætning med aktier og udenlandske investeringer i Danmark.

Vedrørende Danmarks kapitaludveksling med udlandet i form af handel med aktier giver betalings- og kapitalbalancestatistikken bl.a. de i tabel 43 anførte oplysninger.

Som det fremgår af oversigten, udgør de såkaldte direkte investeringer (d.v.s. varige kapitalforbindelser, der giver mulighed for at øve effektiv indflydelse på en virksomheds ledelse, bl.a. i form af datterselskaber o.lign.) en væsentlig del af de private virksomheders langfristede kapitalmellemværende med udlandet. Således udgør danske direkte investeringer i udlandet ca. halvdelen af samtlige private langfristede tilgodehavender i udlandet og udenlandske direkte investeringer i Danmark 56 pct. af den private langfristede gæld til udlandet. Man må imidlertid være opmærksom på, at de i oversigten anførte langfristede mellemværende omfatter alle mellemværender over ét år, herunder også varekreditter af denne art, og at de direkte investeringer bl.a. omfatter samtlige mel-

Tabel 43. Private virksomheders langfristede kapitalmellemværende med udlandet ultimo 1964.

|                                              | Aktiver   | Passiver  |
|----------------------------------------------|-----------|-----------|
|                                              | mill. kr. | mill. kr. |
| Direkte investeringer: 1)                    |           |           |
| Aktier .....                                 | 502       | 1.111     |
| Andre mellemværender ...                     | 369       | 1.735     |
| I alt .....                                  | 871       | 2.846     |
| Kredit og hypotekforeningsobligationer ..... |           | 138       |
| Obligationer iøvrigt .....                   | 91        | 924       |
| Aktier iøvrigt .....                         | 226       | 576       |
| Andre langfristede mellemværender .....      | 594       | 567       |
| I alt .....                                  | 1.782     | 5.051     |

i) De under aktiver anførte direkte investeringer betegner danske investeringer i udlandet, og de under passiver anførte betegner udenlandske direkte investeringer i Danmark.

Kilde: Statistiske Efterretninger (på grundlag af oplysninger fra 6000 erhvervsvirksomheder og 500 privatpersoner).

lemværender imellem moder- og datterselskaber, herunder også korte varekreditter mellem sådanne selskaber.

De på aktivsiden anførte beholdninger af udenlandske aktier og obligationer i øvrigt er formentlig spredte formuer bl.a. tilhørende danske forsikringsselskaber og enkelte større danske erhvervsvirksomheder med meget stor international forretning. De udgør kun en ringe del af de personlige formuer her i landet. Af passivsiden beholdninger af danske obligationer på udenlandske hænder, bortset fra direkte investeringer, bemærkes, at kredit- og hypotekforeningsobligationer kun udgør 138 mill. kr. - altså en yderst ringe del af danske realkreditinstitutioners cirkulerende Obligationsmasse. De øvrige obligationer i udenlandsk eje refererer sig hovedsagelig til danske koncessionerede virksomheders obligationslån i udlandet.

Sammen med aktiebeholdninger i forbindelse med udenlandske direkte investeringer her i landet udgjorde de samlede beholdninger af danske aktier i udenlandsk eje 1687 mill. kr. ultimo 1964. Da det nævnte beløb dels refererer sig til nominelle værdier, dels til kursværdier, er det vanskeligt at vurdere de udenlandske aktiebesiddelser i forhold til de samlede aktiekapitaler i danske selskaber; men det synes at dreje sig om 12-13 pct. af danske selskabers aktiekapitaler, der ejes af udlændinge.

Udenlandske investeringer, der ultimo 1964 som anført i tabel 43 udgjorde 2846 mill. kr. (i form af aktier og andre mellemværender), har navnlig i de senere år været betydelige, idet 1,8 mldr. kr. heraf er investeret i årene 1960-1964 (jvf. tabel 44).

*Tabel 44. Udviklingen i udenlandske direkte investeringer i Danmark.*

|                    | Aktier | a. mellemværende | I alt |
|--------------------|--------|------------------|-------|
| Ult. 1956 .....    | 348    | 265              | 613   |
| Ult. 1960 .....    | 535    | 467              | 1.002 |
| Ult. 1964 .....    | 1.111  | 1.735            | 2.846 |
| Stigning 1956-60.. | 187    | 202              | 389   |
| Stigning 1960-64.. | 576    | 1.268            | 1.844 |

Kilde: Statistiske Efterretninger.

De senere års udveksling af aktier har hovedsagelig vedrørt direkte investeringer, idet aktieoverdragelse i forbindelse med direkte investeringer stort set har været tilladt i det ønskede omfang her i landet, medens handel med porteføljeinvesteringsspapire har været reguleret og for udenlandske værdipapirer kun tilladt, hvor særlige forhold har gjort sig gældende. Porteføljeinvesterings-transaktionerne har derfor kun været af begrænset omfang.

Danskes køb af udenlandske aktier i forbindelse med danske direkte investeringer har netto kun andraget ca. 30 mill. kr. årligt i 1961-64.

Som det fremgår af nedenstående tabel 45, udgør de udenlandske investeringer i handlen med og produktion af petroleum produkter, fast brændsel og biler godt 60 pct. af de udenlandske direkte investeringer ult. 1964.

Medregnes olieraffinaderierne og automobil-samlefabrikkerne, kan det anslås, at aktiekapitaler til nominel værdi på 400-500 mill. kr. i danske industriaktieselskaber eller 11-14 pct. af industriens samlede aktiekapital ult. 1964 var på udenlandske hænder i forbindelse med udenlandsk direkte investering. Foruden petroleum produkter og biler er den udenlandske indflydelse på produktionen af bl.a. mælkepulver, margarine, tobaksvarer, vaske- og toiletmidler, visse gummivarer, radio, fjernsyn og glødelamper betydelig, medens de udenlandske investeringer i dansk industri i øvrigt er forholdsvis begrænsede.

### 5. Virkningerne af en eventuel frigørelse af handlen med aktier.

Den hidtidige - næsten frie - adgang til udenlandske direkte investeringer har således allerede i nogen grad sat sit præg på dansk erhvervslivs ejerforhold. Inden for begrænsede områder er den udenlandske indflydelse ret betydelig; men det drejer sig i mange tilfælde om brancher, der allerede for adskillige år tilbage har været domineret af udenlandske koncerner som f.eks. handel med og produktion af petroleum produkter og automobilhandel samt samling af automobiler, der naturligt er knyttet til moderfabrikkerne. Det er derfor et spørgsmål, om fri adgang for udlændinge til køb af danske aktier også uden forbindelse med direkte investeringer skulle give anledning til mere udpræget udenlandsk indflydelse på dansk erhvervsliv.

Der er imidlertid den forskel på fri adgang til det danske aktiemarked og den praktiserede

*Tabel 45. Udenlandske direkte investeringer fordelt på erhverv*

|                                            | Aktier    |           | a. mellemværende |           | I alt     |           |                  |
|--------------------------------------------|-----------|-----------|------------------|-----------|-----------|-----------|------------------|
|                                            | ult. 1961 | ult. 1964 | ult. 1961        | ult. 1964 | ult. 1961 | ult. 1964 | stigning 1961-64 |
|                                            | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr.        | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr.        |
| Handel og produktion:                      |           |           |                  |           |           |           |                  |
| Petroleum produkter og fast brændsel ..... | 388       | 503       | 457              | 1.065     | 845       | 1.568     | 723              |
| Biler .....                                | 74        | 93        | 79               | 111       | 153       | 204       | 51               |
| Industri iøvrigt .....                     | 221       | 368       | 99               | 247       | 320       | 615       | 295              |
| Handel iøvrigt .....                       | 83        | 106       | 119              | 254       | 202       | 360       | 158              |
| Andre erhverv .....                        | 28        | 41        | 15               | 58        | 43        | 99        | 56               |
| I alt .....                                | 794       | 1.111     | 769              | 1.735     | 1.563     | 2.846     | 1.283            |

Kilde: Udarbejdet på grundlag af oplysninger fra Danmarks Statistik.

frihed for udenlandske direkte investeringer, at der i vidt omfang har været tale om grundlæggelse af ny virksomhed — ofte på områder, dansk erhvervsliv ikke har kunnet eller villet tage risikoen for at udvikle. I andre tilfælde har der været tale om videreførelse af allerede etablerede forbindelser mellem danske og udenlandske virksomheder, herunder fortsat investering i udenlandsk-ejede datterselskaber her i landet eller udbygning af allerede etablerede agenturer til egentlig handelsvirksomhed eller filialfabrikation. I de tilfælde, hvor direkte investering har ført til udenlandsk kontrol med eller overtagelse af et hidtidigt rent dansk-ejet foretagende, er dette sket med de danske ejeres vidende og vilje, og en eventuel aktieovertagelse i forbindelse hermed er sket efter aftale med den pågældende virksomheds ledelse. Udlandets forholdsvis begrænsede indflydelse på dansk erhvervsliv og den omstændighed, at udenlandsk overtagelse af hidtidig ren dansk virksomhed inden for industrien synes at have været af begrænset omfang, kan derfor ikke uden videre tages som udtryk for, at den udenlandske interesse for at vinde større indpas i dansk erhvervsliv ikke er til stede, men kan lige så vel skyldes tilbageholdenhed fra dansk side med at indgå på aftaler, der begrænser de hidtidige ejeres dispositionsfrihed. Man kan således ikke på grundlag af hidtidige erfaringer slutte, at fri adgang til udenlandske aktieopkøb, der uden de pågældende virksomhedsledelsers vilje fører til udenlandsk indflydelse eller kontrol, ikke vil blive af større omfang. Dette må dels bero på, hvilken tilskyndelse udenlandske investorer måtte have til investering i danske aktier, dels på, i hvilken udstrækning det danske aktiemarkeds organisation gør det muligt at erhverve kontrol over selskabernes ledelse gennem aktieopkøb, og endelig hvilke modforanstaltninger selskaberne kan træffe inden for lovgivningens rammer.

Hvad angår de incitament, der kunne tænkes at føre til udenlandske køb af danske aktier, kan der sondres mellem flere motiver for en sådan anbringelse.

For det første kan en umiddelbar udsigt til at opnå højere forrentning ved køb af danske aktier end ved investering i hjemlandet tænkes at føre til udenlandske aktieopkøb på samme måde, som det danske renteniveau for obligationer synes at måtte forekomme udenlandsk kapital attraktivt. Foreliggende oplysninger om aktieudbytter i udlandet tyder på, at danske

aktiers afkast i forhold til kursværdien er højere end i de fleste lande. Udenlandsk kapital tilskyndelse til ud fra snævre forrentningssyn at søge det danske aktiemarked vil antagelig i nogle tilfælde dog være ringere end for obligationernes vedkommende, ikke mindst i betragtning af, at renteforskellen formentlig må være større for at overvinde en udenlandsk investors følelse af risiko, når det drejer sig om aktiekøb, end for investering i pantsikrede obligationer. På den anden side er det ikke usandsynligt, at udenlandske investeringsvirksomheder, der er indstillet på at anbringe de formuer, de forvalter, i et stort antal virksomheder og på denne måde sprede risikoen ved investering i aktier, vil føle sig tilskyndet af de forholdsvis høje danske udbytter til at investere i danske aktier. Der er således fra en række udenlandske Investment Trust's side eksempler på interesse for det danske aktiemarked. Der har også vist sig at være udenlandsk interesse for opkøb af andele i danske investeringsforeninger.

Medens det ovenfor omtalte - muligvis mindre stærkt virkende — motiv til udenlandske opkøb af danske aktier kun tilsigter at få andel i danske aktiers sædvanlige udbytte og kursgevinst og ikke nødvendigvis at opnå indflydelse på de pågældende selskabers ledelse, kan der tænkes andre motiver til opkøb af danske aktier, der netop har opnåelse af kontrollen med de pågældende selskaber som forudsætning.

For mange danske selskaber gælder det, at aktiekurserne måske nok afspejler virksomhedens hidtidige og forventede udbyttepolitik, men derimod ikke virksomhedens værdi ved realisering. Formålet med aktiekøb kan således være at blive i stand til at opnå gevinst ved realisation af selskabets værdier eller gennemtvungning af stærkt forøgede udbytter. Det er tænkeligt, at udenlandsk pengekapital ville være mindre tilbageholdende end dansk kapital med at indlade sig på sådanne operationer, således at liberalisering af aktiehandlen indebærer risiko for transaktioner, der i ekstreme tilfælde kan føre til ødelæggelse af danske virksomheder. Bortset fra sådanne tilfælde kan der imidlertid på den anden side, set fra danske aktionærs side, være interesse i, at aktiekurserne støttes ved udenlandske opkøb.

Formålet med gennem aktieopkøb at søge at opnå kontrol med et andet selskab kan også være at begrænse konkurrencen på et område, aktiekøberen selv har interesse i. Motivet kan

være at opnå en monopolgevinst inden for et givet virksomhedsområde, men kan også være ønsket om gennem beherskelse af en tidligere konkurrents virksomhed at gennemtvinge en mere rationel fordeling af produktion og markeder, der også ud fra almene hensyn kan være fordelagtige. Hvad enten det første eller det andet hensyn har vejet tungest, kan det næppe afvises, at sandsynligheden for virksomhedskoncentrationer på denne måde må øges væsentligt her i landet, såfremt udenlandske virksomheder får fri adgang til opkøb af danske aktier.

Det er muligt, at et vigtigt og hyppigt forekommende motiv til koncentration mere er den i de stærkeste virksomheders ledelse herskende dynamik, der går ud på at underlægge sig stadig større områder, ikke altid ud fra snævre og kortsigtede profithensyn, men simpelt hen for at udvide sit virksomhedsområde, gennemførelse af strukturrationalisering og for at vokse sig tilstrækkelig stærk til at kunne afvise lignende forsøg på at blive underlagt jævnbyrdige eller større konkurrenters kontrol. Koncentrationer af denne karakter synes at få stigende omfang i de store industrilande og i et vist omfang også internationalt. Det vil være urealistisk at forestille sig, at dansk industri, der er præget af middelstore og i mange tilfælde ret unge virksomheder, der med ikke ringe held har gjort sig gældende på eksportmarkederne, vil kunne undgå at blive genstand for forsøg på bemægtigelse fra større udenlandske koncerners side, hvis der er lejlighed til gennem opkøb af danske aktier at opnå kontrol over ledelsen. Det ligger i størrelsesforholdenes natur, at muligheden for, at danske virksomheder opnår indflydelse på udenlandske selskaber, ikke kan blive af tilsvarende omfang.

Spørger man nu, hvilken skade der forvoldes ved en mulig større udenlandsk indflydelse på dansk erhvervsliv gennem fri adgang til udenlandsk opkøb af danske aktier, må svaret blive, at i visse ekstreme tilfælde kan der let påvises uheldige virkninger for dansk økonomi, men at sådanne virkninger langt fra i alle tilfælde synes at indtræffe. Virkningerne kan også være af positiv natur.

Det vil være klart uheldigt, hvis udenlandsk dominans førte til udnyttelse af det danske marked gennem opnåelse af monopolgevinster eller til nedlægnings af danske virksomheder eller letsindig udbyttepolitik med henblik på at tilsikre en eventuel udenlandsk aktionær en spe-

kulationsgevinst. Det kan ligeledes anføres, at danske virksomheder, der står i datterselskabsforhold til et udenlandsk selskab, løber risiko for at blive ledet på en sådan måde, at et eventuelt konjunkturtilbageslag vil ramme det danske datterselskab og dermed dansk produktion hårdere end den udenlandske modervirksomhed.

Men bortset fra sådanne tilfælde behøver udenlandsk ejerforhold ikke umiddelbart at medføre samfundsøkonomiske ulemper, men vil tværtimod kunne tilføre den danske virksomhed ny kapital, udvidet know how og nyt initiativ, der kan bidrage til produktionens vækst her i landet. Det vil kunne hævdes, at for virksomhedens ansatte kan det ikke være afgørende, om den profit, der ikke geninvesteres i virksomheden, går til udenlandske aktionærer eller til danske, når blot ejerne fører en tilstrækkelig konsoliderende politik, således at stabil dansk produktion og beskæftigelse varigt er sikret. Dette har hidtil i almindelighed været tilfældet med de udenlandskejede virksomheder her i landet.

Men selv om der ikke i første omgang kan anføres samfundsøkonomiske argumenter mod udenlandsk overtagelse af danske virksomheder, kan der godt være andre grunde, der er ikke mindre vægtige, som gør en sådan udvikling uønsket og derved skaber reaktioner, der også får økonomiske følger. Såfremt motivet for en virksomheds ledelse til at søge at sikre sig kontrol over konkurrerende foretagender som oftest er rent magtpolitisk — dette at se sit område udvidet mere og mere, at se koncernen vokse — kan det ikke undre, at ledelser af virksomheder, der udgør potentielle emner for udenlandske koncerners ekspansion, ud fra samme ønske om suverænitæt og vækst reagerer imod sådanne koncentrationsbestrebelselser. Det vil måske i særlig grad gælde de betydelige dele af dansk industri, der endnu ledes af virksomhedens grundlæggere eller 2. generation. Reaktionen vil — selv om den måske ikke er økonomisk begrundet — give sig udtryk i ledelsens økonomiske dispositioner. Det vil således være sandsynligt, at risikoen for bl.a. udenlandske konkurrenters aktieopkøb vil gøre danske selskaber yderligere tilbageholdende med at lade deres aktier cirkulere. Liberalisering af aktiehandlen med udlandet kan derfor vise sig at blive en hindring for en smidiggørelse af dansk erhvervslivs kapitalgrundlag i stedet for at føre til større kapitaltilførsel, som man umiddelbart skulle antage. Virksomheder, hvis ak-

tier allerede cirkulerer på det danske marked, kan af hensyn til risikoen for at blive genstand for udenlandske opkøbsforsøg tænkes at blive tilbageholdende med fremstød på markeder eller produktionsområder, der i særlig grad ville aktivisere udenlandske koncerners ekspansionsbestræbelser. Endelig kan det tænkes, at danske virksomheders opnåelse af know how gennem licensarrangementer med udlandet og delagtiggørelse i udenlandske forskningsresultater, som dansk industri i ikke ringe grad gør brug af, vil blive vanskeliggjort for virksomheder, der er under trussel om inkorporering under de udenlandske foretagender, de søger aftale med.

#### 6. Mulighederne for varetagelse af danske interesser.

I hvilket omfang liberalisering af aktiehandelen med udlandet kan tænkes at få de ovenfor omtalte uheldige følger, hvis økonomiske vægt over for liberaliseringens positive virkninger det i øvrigt er vanskeligt at vurdere, vil som nævnt afhænge af det danske aktiemarkeds organisation. Såfremt forholdene på aktiemarkedet ikke giver mulighed for større handel, kan der heller ikke ventes større virkninger af en liberalisering.

Ifølge fællesmarkedets kapitaldirektiver er aktier, »der handles på Børsen«, umiddelbart underkastet liberaliseringsforpligtelse. Under forhandlinger med fællesmarkedskommissionen i 1962 blev det klarlagt, at dette udtryk her i landet vil omfatte såvel de officielt noterede aktier (113 selskaber - ca. 22 pct. af de samlede aktiekapitaler) som aktier, der omsættes på Efterbørsen og hvis kurser systematisk offentliggøres (253 selskaber - ca. 8 pct. af de samlede aktiekapitaler). Både for fællesmarkedet og for OECD er imidlertid liberalisering af al handel med aktier det endelige mål. På længere sigt vil opfyldelse af liberaliseringsforpligtelsen således også føre til liberalisering af omsætningen af alle selskabers aktier, herunder også aktier i de ca. 60 pct. af de danske aktieselskaber (ca. 50 pct. af de samlede aktiekapitaler), hvis aktionær antal ikke overstiger 10. Aktieoverdragelse til udlandet uden de pågældende virksomheders indforståelse vil dog formentlig i disse tilfælde høre til undtagelserne, bl.a. fordi de lukkede selskabers vedtægter ofte indeholder bestemmelser herimod.

Det vil således navnlig blive de ca. 6000 »åbne« selskaber, repræsenterende ca. 50 pct.

af de samlede aktiekapitaler, og herunder først og fremmest de ca. 400 selskaber (30 pct. af aktiekapitalerne), hvis aktier handles på Børsen og Efterbørsen, for hvem beskyttelse mod ukontrollable udenlandske aktieopkøb kan være af betydning.

Nogle »åbne« selskaber har imidlertid i deres vedtægter sikret den bestående ledelse ved bestemmelser om, at aktierne, eller visse dele af aktiekapitalen, ikke er frit omsættelig eller kun giver begrænset stemmeret. Tabel 46 resumerer en undersøgelse (baseret på forholdene i 1962) af 169 industriselskaber med mere end 10 aktionærer, omfattende næsten alle industriselskaber, hvis aktier var officielt noterede eller noteret på Efterbørsen, samt yderligere 76 »åbne« industriselskaber, i alt repræsenterende ca. 30 pct. af samtlige industriselskabers aktiekapitaler, og ca.  $\frac{3}{4}$  af alle »åbne« industriselskabers aktiekapitaler, der kan give en idé om udbredelsen af sådanne vedtægtsmæssige begrænsninger i aktionærernes rettigheder.

Af de undersøgte »åbne« industriselskaber havde således ca. 15 pct. af selskaberne (ca. 5 pct. efter aktiekapital) restriktive vedtægtsbestemmelser vedrørende aktiernes rettigheder. For aktier, der er noteret på Børsen eller Efterbørsen, drejede det sig dog kun om ca. 10 pct. af selskaberne (ca. 5 pct. af aktiekapitalerne). Hvorvidt tilsvarende gør sig gældende for selskaber i andre erhvervsgræne, er ikke undersøgt.

Ved lov af 22. juni 1962 om ændring af aktieselskabsloven har man lempet de hidtidige strenge regler i lovens § 57 vedrørende indskrænkninger i aktiernes frie omsættelighed således, at bestemmelser om, at bestyrelsens samtykke udkræves til overdragelse af aktier, kan vedtages på en generalforsamling med fire femtedele af de afgivne stemmer. Efter lignende regler vil der også i vedtægterne kunne optages bestemmelser om, at ingen aktionær kan have stemmeret for mere end en nærmere fastsat del af den stemmeberettigede aktiekapital.

Lovændringen blev i sin tid gennemført for at give selskabernes ledelser lejlighed til at sikre deres stilling over for opkøbsforsøg bl.a. fra udlandets side. Lovændringen har hidtil kun givet anledning til forholdsvis få vedtægtsændringer. Indskrænkninger i aktiernes overdragelighed udelukker imidlertid, at de pågældende aktier kan handles på Børsen, hvorimod indskrænkninger i aktiernes stemmeret, herunder bestemmelser, der begrænser den enkelte aktionærs stemmeret til en fastsat del af den stemme-

Tabel 46. 169 industriselskaber med mere end 10 aktionærer

|                                                | Aktiekapitaler ult. 1961 |                        |                             |      |
|------------------------------------------------|--------------------------|------------------------|-----------------------------|------|
|                                                | Officielt noterede       | Noteret på Efterbørsen | 76 andre industri selskaber | lait |
| Antal selskaber: . . . . .                     | 51                       | 42                     | 76                          | 169  |
| Samlet aktiekapital mill. kr. heraf: . . . . . | 505                      | 109                    | 105                         | 719  |
| <i>Med ikke frit omsættelige aktier</i>        |                          |                        |                             |      |
| Antal selskaber: . . . . .                     |                          |                        | 9                           | 9    |
| Aktiekapital mill. kr. . . . .                 |                          | -                      | 4,9                         | 4,9  |
| <i>Med aktier med begrænset stemmeret :</i>    |                          |                        |                             |      |
| Antal selskaber: . . . . .                     | 4                        | 6                      | 5                           | 15   |
| Aktiekapital mill. kr. . . . .                 | 10,8                     | 17,8                   | 2,4                         | 31,0 |

Kilde: Oplysninger uddraget af »Greens Danske Fonds og Aktier«.

berettigede kapital, ikke er til hinder for børsnotering.

Den forholdsvis begrænsede udbredelse, den omtalte vedtægtsmæssige sikring af selskabsledelserne synes at have, kunne måske tyde på, at danske selskaber ikke i større omfang følger behov for en sådan sikring. Grunden hertil kan være modstand hos aktionærerne imod sådanne indgreb i deres rettigheder, men kan også være, at risikoen for uønskede opkøb inden for landets grænser ikke anses for særlig stor, og at udlændinges muligheder for opkøb er stærkt begrænset af de gældende valutarestriktioner; men det kan også skyldes, at aktierne hos flertallet af danske aktieselskaber er placeret meget fast, således at større forskydninger i stemmetallene på generalforsamlingerne anses for usandsynlige.

Såfremt forholdet er det, at selskabsledelsernes formodede »tryghed« i vidt omfang beror på aktiekapitalernes fordeling mellem aktionærgrupperne og disses større eller mindre interesse i at øve indflydelse på ledelsen, må det også antages, at selskabernes tilbøjelighed til udvidelse af aktiekapitalerne og til at søge optagelse på Børsen påvirkes af mulighederne for at bevare det hidtidige aktionærmønster. Vurdering af de forskellige aktionærgruppers udnyttelse af eventuelle tegningsrettigheder spiller ligeledes ind. Betragtningen kan føre til, at en sådan »konservatisme«, der må antages at forstærkes i tilfælde af liberalisering af aktiehandlen med udlandet, kan blive en hindring for selskabernes kapitalforsyning over aktiemarkedet, for en tilpasning af kapitalmarkedets struktur til de nuværende erhvervsforhold og for Børsens udvikling. Også udfra dette synspunkt vil det være ønskeligt, at der udvikles former

for kapitaludvidelser og nye køberkredse på aktiemarkedet, der var egnet til at reducere selskabernes tilbageholdenhed og dermed bidrage til effektivisering af kapitalmarkedet. Der tænkes i denne forbindelse på bl. a. større spredning af aktierne, f.eks. til mindre aktionærer eller til medarbejdere, institutioner og investeringsforeninger.

#### 7. Notering af udenlandske værdipapirer i Danmark og danske værdipapirer i udlandet.

Spørgsmålet om den tilpasning, der bør finde sted af Børsens forhold med henblik på adgangen til notering af udenlandske papirer på Københavns Fondsbørs og med henblik på, at danske børsnoterede papirer vil blive noteret på udenlandske børser, er måske kun af begrænset omfang.

Det kan i denne forbindelse oplyses, at der på London Børs - bortset fra Commonwealth-papirer - noteres 238 udenlandske obligationer fra 49 lande og 161 udenlandske aktier fra ca. 25 lande. På Paris' Børs noteres 33 landes statsobligationer o.lign. samt 99 udenlandske aktier fra 15 lande. I forhold til den samlede omsætning på de pågældende børser er disses omsætning af udenlandske papirer kun ringe, hvorfor det næppe er sandsynligt, at en frigivelse af udenrigsomsætningen med værdipapirer ville stille Københavns Fondsbørs overfor tekniske opgaver, som Børsen ikke med sin nuværende struktur kan løse. Usikkerhed med hensyn til bedømmelsen af, hvilke tekniske krav der kan blive tale om, taler dog for, at man sikrer mulighed for vedtægtsændringer, som til sin tid måtte findes nødvendige i lys af de erfaringer, man vil høste i tilfælde af en liberalisering.



Visse bestemmelser i vedtægterne for Københavns Fondsbørs (Handelsministeriets bekendtgørelse nr. 139 af 25. april 1959) er ensbetydende med forskelsbehandling af udenlandske værdipapirer i forhold til danske, som muligvis ikke vil være forenelige med fællesmarkedets regler om lige adgang til medlemslandenes fondsbørser. Det drejer sig om følgende områder:

Ifølge vedtægterne kan aktier kun optages på kurslisten bl.a. på betingelse af, at selskabet er indført i aktieselskabsregistret, hvilket udelukker notering af udenlandske aktier. Udenlandske obligationer optages som regel kun til notering, for så vidt de henhører til lån, der er afsluttet her på pladsen, eller som her har været offentligt fremlagt til tegning.

Endelig er provisionen til fondsbørsmedlem-

merne  $\frac{1}{2}$  procent ved køb og salg af danske aktier, for hvilke der (officielt) noteres kurs på fondsbørsen, medens provisionen for udenlandske aktier, der noteres på fondsbørsen, er 1 procent.

I praksis har disse bestemmelser dog ikke haft betydning for udenlandske værdipapirers adgang til notering på Københavns Fondsbørs, idet reglerne for overførsel af betalinger og handel med værdipapirer til og fra udlandet har medført, at der ikke har været ønsker om udenlandske papirers optagelse på Fondsbørsens officielle kursliste, der da heller ikke indeholder udenlandske værdipapirer.

Udvalget vil i sit videre arbejde med udarbejdelse af forslag til vedtægter for Københavns Fondsbørs overveje ændringer af de omtalte bestemmelser i den udstrækning, disse kan siges at være diskriminerende over for udlandet.



## Industriens kapital- og finansieringsforhold.

En undersøgelse af industriens finansierings- og investeringsforhold 1952-1964 og betragtninger vedrørende fremtidigt investerings- og kapitalbehov af ekspeditionssekretær T. Hiort-Lorenzen, Handelsministeriet.

Nærværende redegørelse er et forsøg på at belyse industriens kapital- og investeringsforhold. Det er tilstræbt at finde udtryk for størrelsesordenen af de i dansk industri investerede kapitalbeløb, deres oprindelse og anvendelse, og der er navnlig lagt vægt på at illustrere disses sammenhæng og udviklingsforløb i de senere år så realistisk som muligt. For en del af de behandlede forhold foreligger ikke umiddelbart statistiske oplysninger for den samlede industri. Totaloplysninger vedrørende den samlede industris kapitalforhold har derfor ikke kunnet opnås uden brug af skøn og opregning af oplysninger vedrørende et udsnit af industrien, som naturligvis gør vurderingerne min-

dre sikre, men er foretrukket fremfor at give afkald på en samlet vurdering af en så central faktor på det danske kapitalmarked, som industrien efterhånden er blevet. Det har været nødvendigt at begrænse sig til at bringe gennemsnitsberegninger for industrien som helhed, selvom disse kommer til at omfatte virksomheder og brancher, der i kapitalmæssig henseende kan være yderst forskellige. Det er dog således, at en meget stor del af dansk industri med hensyn til kapitalintensitet samler sig om en nogenlunde ensartet midtergruppe, for hvilken gennemsnitsbetragtninger med rimelighed kan anlægges.

### I. Beregnet regnskabsmæssig balance for hele industrien.

1. På grundlag af aktieselskabsstatistikken, investerings- og lagersstatistik må det antages, at den samlede industris bogførte aktiver og passiver har udviklet sig som anført i tabel 1.

Tabel 1. Industriens bogførte aktiver og passiver (beregnet).

|                                                       | Ultimo<br>1952 | Ultimo<br>1958 | Ultimo<br>1964 | Stigning  |      |           |      |
|-------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|-----------|------|-----------|------|
|                                                       |                |                |                | 1952-58   |      | 1958-64   |      |
|                                                       | mill. kr.      | mill. kr.      | mill. kr.      | mill. kr. | pct. | mill. kr. | pct. |
| <b>Aktiiver:</b>                                      |                |                |                |           |      |           |      |
| Kasse-, bank- og girobeholdning                       |                | 1.438          | 1.957          |           |      | 519       | 36   |
| Værdipapirer . . . . .                                | 3.713          | 1.108          | 2.330          | 3.195     | 86   | 1.222     | 110  |
| Diverse debitorer (residual) . . . . .                |                | 4.372          | 6.023          |           |      | 1.651     | 38   |
| Varebeholdning, bogført værdi . . . . .               | 2.620          | 3.420          | 5.730          | 8.00      | 30   | 2.310     | 68   |
| »Omsætningsformue« i alt . . . . .                    | 6.343          | 10.338         | 16.040         | 3.995     | 63   | 5.702     | 55   |
| Bogført værdi af anlæg og maskiner                    | 2.923          | 4.062          | 8.472          | 1.139     | 39   | 4.410     | 109  |
| Aktiver i alt . . . . .                               | 9.266          | 14.400         | 24.512         | 5.134     | 55   | 10.112    | 70   |
| <b>Passiver:</b>                                      |                |                |                |           |      |           |      |
| Aktiekapital . . . . .                                | 1.427          | 2.060          | 3.626          | 633       | 44   | 1.566     | 76   |
| Reservefonds og anden ansvarlig egenkapital . . . . . | 3.325          | 5.081          | 8.270          | 1.756     | 53   | 3.189     | 63   |
| Bogført egenkapital i alt . . . . .                   | 4.752          | 7.141          | 11.896         | 2.389     | 50   | 4.755     | 67   |
| Bankgæld . . . . .                                    | 550            | 865            | 2.084          | 315       | 57   | 1.219     | 141  |
| Langfristet gæld . . . . .                            | 448            | 658            | 2.200          | 210       | 47   | 1.542     | 234  |
| Anden gæld . . . . .                                  | 3.516          | 5.736          | 8.332          | 2.220     | 63   | 2.596     | 45   |
| Fremmed kapital i alt . . . . .                       | 4.514          | 7.259          | 12.616         | 2.745     | 61   | 5.357     | 74   |
| Passiver i alt . . . . .                              | 9.266          | 14.400         | 24.512         | 5.134     | 55   | 10.112    | 70   |

Kilde: Se annex 1.

En sådan regnskabsmæssig totalopstilling over industrivirksomhedernes balancer lader sig naturligvis kun foretage ved en stærk forenkling og ved brug af statistisk materiale fra forskellige kilder. I annex 1 er der gjort nærmere rede for den anvendte metode og de forbehold, der knytter sig hertil.

Som det fremgår af tabel 1, er industrivirksomhedernes beregnede regnskabsmæssige balance steget 55 pct. fra 1952 til 1958 og 70 pct. fra 1958 til 1964. Industriens produktionsværdi (i årets priser) steget fra 11,5 mldr. kr. i 1952 til 15,8 mldr. kr. i 1958 og 28,1 mldr. kr. i 1964 eller henholdsvis 37 pct. og 77 pct. i de to perioder. Passiver og aktiver synes således at være steget mere end produktionen i 1952-58, men har knapt nok fulgt produktionsstigningen i de senere år. Under hensyn til den særlige usikkerhed, der knytter sig til tallene for den første periode, bør der dog næppe drages for stærke konklusioner af forskellen i udviklingen i de to perioder; men det er et faktum, at passivposten »Anden gæld« for industriaktieselskabernes vedkommende er steget væsentlig stærkere fra 1952 til 1958 end fra 1958 til 1962, bl. a. fordi værfterne i denne periode modtog betydelige forudbetalinger fra rederne.

Et andet forhold, der øver indflydelse på stigningstakten i de bogførte passiver, er de senere års stærke stigning i afskrivningerne, der indebærer en betydelig opbygning af »skjulte reserver« og medfører forholdsvis svagere stigning i de bogførte værdier.

2. Det er ikke tilsigtet i nærværende redegørelse at komme nærmere ind på industriens driftsresultater, men en beskrivelse af industriens finansierings- og kapitalforhold kan naturligvis ikke undlade at tage indtjeningsforholde-

ne i betragtning. I tabel 2 er derfor anført summariske oplysninger vedrørende udviklingen i industriens regnskabsmæssige driftsresultater. Tabellen er beregnet på grundlag af oplysninger fra aktieselskabsstatistikken, idet de optalte aktieselskabsregnskaber er opregnet til hele industrien på grundlag af industriaktieselskabernes andel i hele industrien. Da der i hele perioden har foregået en betydelig overgang til aktieselskabsformen inden for industrien, har aktieselskabernes andel i hele industrien været stigende, hvilket der er taget hensyn til i beregningerne, ligesom den særlige udvikling i driftsresultaterne for værfterne (der helt overvejende er aktieselskaber) er taget i betragtning. I de senere år har aktieselskabsstatistikken specielt vist den regnskabsmæssige udvikling i selskaber, hvis regnskaber er indgået i to på hinanden følgende optællinger, hvilket har formindsket usikkerheden ved opregningen fra aktieselskaber til hele industrien. De foretagne beregninger forudsætter således — ligesom de i tabel 1 anførte statusoplysninger — at de regnskabsmæssige forhold (med visse foretagne korrektioner bl. a. for værfter) for hele industrien har udviklet sig på samme måde som industriaktieselskabernes forhold, hvilket synes forsvarligt i betragtning af, at aktieselskabernes andel i hele industrien (efter værditilvækst og beskæftigelse) er meget betydelig — ca. 69 pct. i 1952 og ca. 82 pct. i 1964. Ved opregningen af udbetalte udbytter og tantiemer er forudsat, at det i enkeltmandsfirmaerne privat hævdede overskud forholder sig til driftsresultatet på samme måde som udbytter m. v.

Det samlede regnskabsmæssige driftsresultat (overskud + afskrivninger) er fra 1952 til 1958 steget noget mere end produktionen (værditilvæksten) og fra 1958 til 1964 noget mindre end

Tabel 2. Industriens regnskabsmæssige driftsresultater (beregnet).

|                                        | 1952      | 1958      | 1964      | Stigning |         |
|----------------------------------------|-----------|-----------|-----------|----------|---------|
|                                        |           |           |           | 1952-58  | 1958-64 |
|                                        | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | pct.     | pct.    |
| Udbytte, tantieme, hævet overskud..... | 219       | 286       | 370       | 31       | 29      |
| Henlagt og overført .....              | 245       | 394       | 721       | 61       | 83      |
| Overkud i alt .....                    | 464       | 680       | 1091      | 47       | 60      |
| Afskrivninger .....                    | 300       | 568       | 1.090     | 89       | 92      |
| Overskud + afskrivninger .....         | 764       | 1.248     | 2.181     | 63       | 75      |
| Værditilvækst .....                    | 4.624     | 6.920     | 13.015    | 50       | 88      |

Kilde: Se annex 1.

værditilvæksten. Der har i begge perioder været ført en udpræget konsoliderende politik fra industriens side, idet henlæggelser og afskrivninger i industriaktieselskaberne er steget væsentligt mere end de udbetalte udbytter. Afskrivningerne er i begge perioder steget stærkere end overskuddet.

En vurdering af driftsresultatet efter de regnskabsmæssige oplysninger lider imidlertid af den mangel, at hverken det bogførte overskud eller bruttooverskuddet incl. afskrivninger giver udtømmende udtryk for indtjeningsforholdene. En del af afskrivningerne er i virkeligheden henlæggelser til »skjulte reserver«, medens en anden del er en faktisk driftsomkostning ved at holde produktionsapparatet intakt. Endvidere er der foretaget nedskrivninger i de bogførte varebeholdninger, hvilket normalt ikke er medtaget i de i aktieselskabsstatistikken viste afskrivninger.

## II. Omsætningsfor snuen.

1. Summen af aktivposterne, kasse- og bankbeholdninger, værdipapirbeholdninger, diverse debitorer og lagerbeholdninger kan — med den forenkling, der er sket i den summariske regnskabsopgørelse — kun med tilnærmelse tages som udtryk for industriens egentlige omsætningsformue. Såvel under værdipapirbeholdningerne som under debitorer figurerer også langsigtede anlæg i andre virksomheder. Det foreliggende materiale gør imidlertid ikke en udskillelse mulig, og den til omsætningen knyttede del af de nævnte aktiver udgør utvivlsomt den væsentligste del, og disse aktiver er derfor i det følgende behandlet som »omsætningsfor-

mue«, der i den undersøgte periode har udviklet sig som vist i tabel 3.

Efter beregningerne skulle omsætningsformuen i perioden 1952-1958 være steget næsten lige så meget som produktionsværdien, medens stigningen i omsætningsformuen fra 1958 til 1964 kun modsvare ca. halvdelen af produktionsstigningen. Som omtalt i annex 1 knytter der sig nogen usikkerhed til beregningen af omsætningsformuen, navnlig for perioden 1952-1958; men der er dog næppe tvivl om, at likviditetsforholdene under ekspansionsperioden 1958-1964 har medført forholdsvis mindre stigning i industriens likvide beholdninger end i de forudgående år. Hertil kommer, at de tidligere omtalte betydelige forudbetalinger fra skibtsværfternes og maskinfabrikernes kunder i 1950'erne almindeligvis modsvares af lignende stigninger i aktiverne i form af øgede bank- eller værdipapirbeholdninger, der kan forklare noget af forskellen i omsætningsformuens vækst i de to perioder.

Foruden de summariske beregninger af omsætningsformuens udvikling på grundlag af udviklingen i industriaktieselskabernes balancer foreligger der årlige statistiske oplysninger over lagerbeholdninger i »fremstillingsvirksomheder« (industri, håndværk m. v.) samt for 1963 og 1964 opgørelse over den egentlige industris lagerbeholdninger, på grundlag af hvilke udviklingen i industriens lagerbeholdninger i de to perioder er opgjort. Endvidere har aktieselskabsstatistikken siden 1958 givet oplysninger om industriaktieselskabernes kasse-, bank- og værdipapirbeholdninger, således at man for disse dele af industriens omsætningsformue har

Tabel 3. Stigning i industriens omsætningsformue (beregnet).

|             | Stigning i bogført værdi |                                       |                             | Stigning i industriens lagerbeholdninger | Stigning i industriens produktionsværdi |
|-------------|--------------------------|---------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------|-----------------------------------------|
|             | Omsætningsformue         | heraf: kasse- og bankbeholdning m. v. | heraf: værdipapirbeholdning |                                          |                                         |
|             | mill. kr.                | mill. kr.                             | mill. kr.                   | mill. kr. (årets priser)                 | mill. kr. (årets priser)                |
| 1952-1958   | 3.995                    | ..                                    | ..                          | 990                                      | 4.457                                   |
| 1958-1964   | 5.702                    | 519                                   | 1.222                       | 2.897                                    | 12.155                                  |
| heraf: 1959 | 1.083                    | 250                                   | 68                          | 550                                      | 2.000                                   |
| 1960        | 840                      | -204                                  | 120                         | 640                                      | 1.819                                   |
| 1961        | 738                      | 6                                     | 302                         | 320                                      | 1.457                                   |
| 1962        | 1.339                    | 79                                    | 212                         | 570                                      | 2.515                                   |
| 1963        | 555                      | 126                                   | 219                         | 303                                      | 911                                     |
| 1964        | 1.147                    | 262                                   | 303                         | 514                                      | 3.453                                   |

Kilde: Industriprod. ifølge Danmarks Statistik (excl. fjerkræslagterier) 1958 og 1959 skønsmæssigt reguleret for de i produktionsstatistikken fra 1960 medtagne nye virksomheder. Kilde i øvrigt: Se annex 1.

nærmere holdepunkter for bedømmelse af udviklingen.

2. Det fremgår af tabel 3, at industriens lagre både i perioden 1952-1958 og i 1958-1964 er steget med et beløb svarende til ca. en fjerdedel af produktionsstigningen i hver af de to perioder. Lagrene er opgjort til dagspris, således at ændringer i prisniveauet kan give sig udslag i stigningerne. Fra 1958 til 1964 har råvarepriserne overvejende været stigende, således at stigningerne i lagerværdierne disse år sikkert undervurderer stigningen i de fysiske beholdninger. Ekspansionsstart i 1959 og 1960 synes at have krævet særlig stor stigning i lagrene. Derimod har den meget betydelige produktionsstigning i 1964 fundet sted med forholdsvis begrænset stigning i lagrene.

Det synes, som om man over lidt længere sigt kan regne med, at industriens nødvendige arbejdslagre af råvarer, halvfabrikata og færdigvarer svarer til ca. 3 mdr. produktion, og at en given produktionsforøgelse forudsætter kapital til øget lagerfinansiering svarende til ca. en fjerdedel af produktionsforøgelsen.

3. Industriaktieselskabernes banktilgodehavender steg kraftigt i 1958 og 1959 med den forbedrede likviditet, men faldt atter i 1960. I 1963 og 1964 har der atter fundet ret betydelig stigning sted. Ialt anslås industriens banktilgodehavender ultimo 1964 at have udgjort ca. 1950 mill. kr. og industriens gæld til bankerne ca. 2100 mill. kr. I 1958 og 1959 oversteg industriens banktilgodehavender industriens bankgæld. Der er imidlertid grund til at fremhæve, at en betydelig del af banktilgodehavender er koncentreret på forholdsvis få virksomheder. Af et repræsentativt udsnit af industriaktieselskaberne omfattende 250 selskaber, der pr. 31. december 1962 tilsammen havde 715 mill. kr. i banktilgodehavender (ca. 45 pct. af det beregnede beløb for hele industrien), havde 14 selskaber næsten 80 pct. af de optalte banktilgodehavender. Det store flertal af industrivirksomheder har enten ingen nettotilgodehavender eller nettogæld til bankerne. Høj bankrente er derfor kun en fordel for et ringe udsnit af industrien.

Industrivirksomhedernes beholdninger af værdipapirer er steget stærkt fra 1959 til 1964. Også på dette område er beholdningerne fortrinsvis placeret hos et mindretal af virksomheder.

4. De øvrige løbende aktiver er i opstillingen sammenfattet under »andre debitorer«, der må antages hovedsagelig at omfatte den af industrien ydede varekredit, men omfatter som nævnt f. eks. visse udlån og interesser i andre virksomheder. I det anførte talmateriale er »andre debitorer« beregnet residualt, og der kan næppe lægges alt for stor vægt på bevægelserne i denne post, der fra 1958 til 1964 viser beregningerne væsentlig mindre stigning end produktionsstigningen.

Det er muligt, at stigningen er sammensat af betydelig stærkere stigning i kreditydelser fra eksporterende industrivirksomheder og svagere kreditgivning på hjemmemarkedet. Eksportkreditrådets garantiansvar er således steget 150 pct. fra 1960 til 1964 (pr. 31/3 1960 860 mill. kr., pr. 31/3 1965 2183 mill. kr.), hvoraf langt størsteparten (ca. 90 pct.) hidrører fra eksport af industrivarer. Ca. halvdelen af den danske eksport af maskiner og transportmidler er kreditforsikret, men herudover ydes der utvivlsomt i udstrakt grad eksportkredit, som eksportørerne ikke finder det nødvendigt at forsikre.

Medtages endvidere kreditgivning på hjemmemarkedet, forekommer det ikke usandsynligt, at den allervæsentligste del af det beregnede beløb for »Diverse debitorer« ultimo 1964 ca. 6 mldr. kr. eller svarende til 2-3 mdr. produktion er industriens kudekredit. I betragtning af eksportens stigende omfang og den stadig øgede kreditgivning i forbindelse hermed, hvad udviklingen på skibsbygningens område er et fremtrædende eksempel på, er det sandsynligt, at kapitalbehovet til kudekreditter i de kommende år vil stige i takt med produktionen, navnlig hvis mulighederne for eksport til udviklingslandene skal udnyttes.

### III. Udviklingen i industriens anlægsformue.

I den beregnede regnskabsmæssige balance for industrien indgår stigningen i anlægsformuen med de årlige faste investeringer, således som de fremgår af Danmarks Statistiks årlige opgørelse over industriens investeringer, med fradrag af de årlige afskrivninger, således som disse kan beregnes ved at opregne aktieselskabstatistikens oplysninger om industriselskabernes afskrivninger til hele industrien. Der kan på denne måde opstilles nogenlunde pålidelige oplysninger om stigningen i industriens bogførte anlægsværdier, derimod giver den officielle statistik ingen oplysninger om industriens

Tabel 4. Industriens investeringer, afskrivninger og bogførte anlægsværdier (årets priser).

|                       | Investeringer | Afskrivninger | Stigning i bogført værdi | Bogført værdi af produktionsanlæg (ultimo) |
|-----------------------|---------------|---------------|--------------------------|--------------------------------------------|
|                       | mill.kr.      | mill. kr.     | mill.kr.                 | mill.kr.                                   |
| 1952                  | 415           | 300           | 115                      | 2.923                                      |
| 1953                  | 408           | 308           | 100                      | 3.023                                      |
| 1954                  | 607           | 357           | 250                      | 3.273                                      |
| 1955                  | 623           | 394           | 229                      | 3.502                                      |
| 1956                  | 513           | 405           | 108                      | 3.610                                      |
| 1957                  | 727           | 472           | 255                      | 3.865                                      |
| 1958                  | 765           | 568           | 197                      | 4.062                                      |
| 1959                  | 971           | 670           | 301                      | 4.363                                      |
| 1960                  | 1.386         | 749           | 637                      | 5.000                                      |
| 1961                  | 1.685         | 807           | 878                      | 5.878                                      |
| 1962                  | 1.851         | 897           | 954                      | 6.832                                      |
| 1963                  | 1.667         | 919           | 748                      | 7.580                                      |
| 1964                  | 1.982         | 1.090         | 892                      | 8.492                                      |
| 1965                  | 2.349         | ..            | ..                       | ..                                         |
| Ialt 1953-1958 (6 år) | 3.643         | 2.504         | 1.139                    |                                            |
| 1959-1964 (6 år)      | 9.542         | 5.132         | 4.410                    |                                            |

Kilde: Investeringer ifølge Danmarks Statistik. Afskrivninger opregnet til hele industrien efter aktieselskabsstatistikker. Bogført værdi af anlæg ult. 1960 anslået på grundlag af et repræsentativt udsnit af industriaktieselskaber og benyttet som udgangspunkt for beregningen af bogførte værdier de øvrige år.

samlede bogførte anlæg. På grundlag af en optælling af et repræsentativt udsnit af industriaktieselskaberne har man i Handelsministeriet anslået den bogførte værdi af hele industriens produktionsanlæg ultimo 1960 til ca. 5 mldr. kr. Med udgangspunkt i denne - anslåede - værdi har man opstillet den i tabel 4 anførte udvikling i industriens bogførte anlægsværdier i perioden 1952-1964 i årets priser.

Industriens investeringer (nyinvesteringer excl. reparationer og vedligeholdelse afholdt over driften, men incl. erstatning for udslidt materiel m. v.), som var stagnerende i 1950-ernes første halvdel, steg meget kraftigt i 1959, 1960 og 1961, hvor de nåede et niveau - 1685 mill. kr., der var det tredobbelte af investeringerne fem år før. I 1962 var der nogen stigning, men i 1963 et direkte fald i investeringerne. I 1964 og 1965 er investeringerne atter steget betydeligt, men sandsynligvis reduceret i 1966.

I 6-årsperioden 1953-58 investeredes ialt for 3,6 mldr. kr. (i løbende priser), i de følgende seks år, 1959-64, investeredes ialt for 9,5 mldr. kr. eller ca. 2½ gange så meget. Også industriens afskrivninger er steget stærkt. De samlede afskrivninger i 6-året 1953-58 var ca. 2,5 mldr. kr. og i perioden 1959-64 ca. 5,1 mldr. kr.

Frem til 1957 androg de årlige afskrivninger 9-10 pct. af den bogførte anlægsværdi ved årets begyndelse + årets investeringer. De æn-

drede afskrivningsregler i 1957 gav anledning til en stigning i denne afskrivningsprocent til 12-13 pct. i årene 1958-1961. I 1962-64 har den årlige afskrivningsprocent været ca. 11 pct.

De foretagne investeringer efter fradrag af afskrivningerne har medført en forøgelse af de beregnede bogførte anlægsværdier på 1,1 mldr. kr. eller 39 pct. fra 1952 til 1958 og på 4,4 mldr. kr. eller 108 pct. fra 1958 til 1964. I samme tidsrum steg industriens produktion henholdsvis 37 pct. og 77 pct. I den sidste periode er de bogførte anlægsværdier således steget væsentlig mere end produktionen (i løbende priser).

De bogførte anlægsværdier er imidlertid langt fra noget udtømmende udtryk for de industrielle anlægsværdier. Dels har afskrivningerne i årenes løb utvivlsomt oversteget den faktiske forringelse af anlæggene som følge af slid og forældelse, dels registreres værdistigningen på grunde, bygninger og anlæg som følge af prisudviklingen ikke i de bogførte anlægsværdier; men hvor store disse »skjulte reserver« er, har man ingen sikker viden om. Den eneste statistiske oplysning til vejledning herfor stammer fra den af Statistisk Departement i 1953 offentliggjorte oplysning om brandforsikringsværdier for industriens produktionsanlæg ved udgangen af 1951, der blev opgjort til 6,9 mldr. kr. Dette indebærer, at industriens anlægsværdi på dette tidspunkt var ca. 2½

gange de beregnede bogførte værdier - ca. 2,8 mldr. kr., og at industriens afskrivninger i begyndelsen af 1950'erne var ca. 300 mill. kr. årligt svarende til godt 4 pct. af brandforsikringsværdierne, hvoraf de dengang praktiserede »ordinære afskrivninger« udgjorde ca. 6 eller ca. 3 pct. af brandforsikringsværdierne. Det fremgår i øvrigt af de frem til 1957 af Statistisk Departement offentliggjorde oplysninger i forbindelse med den årlige investeringsstatistik, at reparationer og vedligeholdelse, som ikke omfattes af investeringstallene, androg et lignende beløb som de »ordinære afskrivninger«.

#### IV. Industriens opsparing og investering.

På grundlag af udviklingen i industriens afskrivninger og henlæggelser er der i tabel 5 foretaget en sammenstilling af industriens bruttoopsparing og investeringerne, der viser, at industrien, navnlig i de senere år, er blevet mere afhængig af kapitaltilførsel. Selvfinansiering spiller stadig en betydelig rolle; men der er i 1959-60 sket en ændring, således at investeringerne i maskiner og anlæg, som indtil dette år har været mindre end virksomhedernes sparing, i de senere år har oversteget virksomhedsopsparingen.

Fra 1952 til 1958 er industriens bruttoopsparing (henlagt overskud + afskrivninger) steget en del mere end produktionen (værditilvæksten)

bl. a. steg industriens afskrivninger stærkt fra 1957 til 1958 bl. a. som følge af de ændrede afskrivningsregler. Siden 1958 er industriens opsparing stort set steget i takt med produktionen. Investeringerne steg kun uvæsentligt stærkere end opsparingen fra 1952 til 1958; men fra 1958 til 1964 er industriinvesteringerne steget ca. 160 pct. eller næsten dobbelt så stærkt som opsparingen og produktionen (i løbende priser).

Den opsparing, der sker gennem opbygning af reserver i virksomhederne, kan naturligvis tjene mange andre formål end netop investering i virksomhedens produktionsapparat (f. eks. lagerdannelse, forskning, forøgelse af kontantbeholdninger, anbringelse af midler i penge- og kreditinstitutter eller i andre virksomheder, kreditgivning o.s.v.). Der er dog næppe tvivl om, at virksomhedsopsparingen er af størst betydning for investeringerne.

Der kan derfor være mening i at sammenstille opsparing og investering, som det er gjort i tabel 5. Det vil fremgå heraf, at nettoinvesteringerne (med et ujævnere forløb) frem til 1959 stort set har fulgt udviklingen i opsparingen, der har oversteget investeringerne med 50-200 mill. kr. årligt. Trods betydelig stigning i opsparingen i de senere år er billedet helt ændret fra 1960, idet investeringerne overstiger opsparingen med 200-400 mill. kr. årligt og i 1960-62 samt atter i 1965 er steget stærkere end opsparingen.

Tabel 5. Industriens bruttoopsparing og faste investeringer.

| År               | Henlagt overskud | Afskrivninger | Bruttoopsparing ialt | Faste investeringer      | Produktion (værditilvækst) |
|------------------|------------------|---------------|----------------------|--------------------------|----------------------------|
|                  | mill. kr.        | mill. kr.     | mill. kr.            | mill. kr. (årets priser) | mill. kr. (årets priser)   |
| 1952             | 233              | 300           | 533                  | 415                      | 4.624                      |
| 1953             | 248              | 308           | 556                  | 408                      | 5.028                      |
| 1954             | 258              | 357           | 615                  | 607                      | 5.448                      |
| 1955             | 274              | 394           | 668                  | 623                      | 5.589                      |
| 1956             | 313              | 405           | 718                  | 513                      | 5.885                      |
| 1957             | 343              | 472           | 815                  | 727                      | 6.480                      |
| 1958             | 375              | 568           | 943                  | 765                      | 6.920                      |
| 1959             | 416              | 670           | 1.086                | 971                      | 7.950                      |
| 1960             | 411              | 749           | 1.160                | 1.386                    | 8.881                      |
| 1961             | 512              | 807           | 1.319                | 1.685                    | 9.766                      |
| 1962             | 490              | 897           | 1.387                | 1.851                    | 11.132                     |
| 1963             | 556              | 916           | 1.475                | 1.667                    | 11.485                     |
| 1964             | 701              | 1.090         | 1.791                | 1.982                    | 13.015                     |
|                  | pct.             | pct.          | pct.                 | pct.                     | pct.                       |
| Stigning 1952-58 | 61               | 90            | 77                   | 84                       | 50                         |
| Stigning 1958-64 | 82               | 92            | 90                   | 159                      | 89                         |

Kilde: Henlæggelser og afskrivninger opregnet fra aktieselskabsstatistikken til hele industrien (jfr. Annex 1). Investeringer og værditilvækst Danmarks Statistik (excl. fjerkræslagerier).



Der er grund til at fremhæve dette forløb af forholdet mellem opsparing og investering, der klart viser, at uden et betydeligt tilskud af kapital udefra havde industrien ikke været i stand til at udvide sit produktionsapparat i det omfang, det er sket i de senere år, og som har muliggjort den produktions- og produktivitetsforøgelse, som var betingelsen for fastholdelse af den industrielle ekspansion, der igangsattes fra 1958 gennem beskæftigelse i de ledige arbejdskraftressourcer.

## V. Industriens kapitaltilførsel.

Industriens samlede kapitaltilførsel forstået som den årlige bruttoopsparing, kapitaltilførsel ved kontant indbetalte aktieemissioner og udvidelser af aktiekapitalen, obligationslån, banklån samt forøgelse af anden gæld er efter beregningerne steget fra ca. 850 mill. kr. i 1952 til ca. 3100 mill. kr. i 1964. Udviklingen vil fremgå af tabel 6.

Den samlede aktiekapitaltilførsel til industrien er således ikke steget meget stærkere fra 1958 til 1964 end fra 1952 til 1958. Dette beror dog alene på, at posten »anden gæld«, som steg stærkt fra 1952 til 1958, bl. a. fordi skibsværfterne og større maskinfabrikker modtog betydelige forudbetalinger (50-300 mill. kr. årligt)

i disse år, medens værfterne i de senere år tværtimod må yde deres kunder store kreditter. Som følge af beregningens karakter er der imidlertid særlig usikkerhed med hensyn til opregningen fra aktieselskabsstatistikken til hele industrien for udviklingen i »anden gæld«, der foruden at omfatte varekreditter også indeholder skyldig ferieløn og endnu ikke afregnede afgifter for beskattede varer, der kan variere betydeligt fra år til år, samt rene regnskabsmæssige posteringer som garantier m.v. Af større betydning er det at konstatere, at industriens kapitaltilførsel fra det organiserede kapitalmarked i form af aktietegning, obligationslån er mere end tredoblet fra 1958 til 1964, og yderligere væsentlig stigning har fundet sted i 1965. (Kol. 5 i tabel 6).

I figur 1 er udviklingen i den årlige opsparing og kapitaltilførsel fra det organiserede kapitalmarked nærmere illustreret.

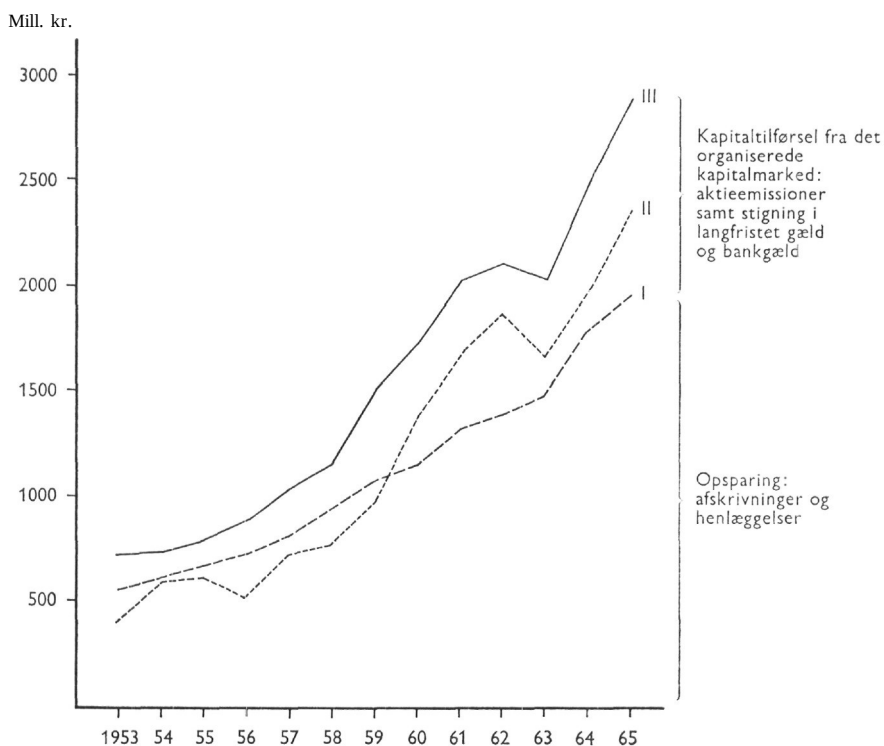
På figuren er ligeledes indtegnet udviklingen i investeringerne. Det vil ses, at investeringerne (Kurve II) er steget langt stærkere end opsparingen (Kurve I), hvorimod investeringskurven og kurve III, opsparing, aktieudvidelse, lange lån + banklån, d.v.s. industriens selvfinansiering og kapitaltilførsel fra det organiserede kapitalmarked, forløber nogenlunde parallelt.

Tabel 6. Industriens samlede kapitaltilførsel.

| År               | Bruttoopsparing | Aktieudvidelser kontant indbetalt) | Stigning i langfristet gæld | Stigning i bankgæld | Tilførsel fra kapitalmarkedet i alt (2, 3, 4) | Stigning i anden gæld | Samlet kapitaltilførsel (1, 5, 6) |
|------------------|-----------------|------------------------------------|-----------------------------|---------------------|-----------------------------------------------|-----------------------|-----------------------------------|
|                  | 1               | 2                                  | 3                           | 4                   | 5                                             | 6                     | 6                                 |
|                  | mill. kr.       | mill. kr.                          | mill. kr.                   | mill. kr.           | mill. kr.                                     | mill. kr.             | mill. kr.                         |
| 1952             | 533             | 55                                 | 25                          | 35                  | 115                                           | 200                   | 848                               |
| 1953             | 556             | 75                                 | 40                          | 50                  | 165                                           | 240                   | 961                               |
| 1954             | 615             | 45                                 | 30                          | 35                  | 110                                           | 405                   | 1.130                             |
| 1955             | 668             | 70                                 | 10                          | 30                  | 110                                           | 270                   | 1.048                             |
| 1956             | 718             | 70                                 | 40                          | 60                  | 170                                           | 455                   | 1.343                             |
| 1957             | 815             | 90                                 | 40                          | 100                 | 230                                           | 430                   | 1.475                             |
| 1958             | 943             | 130                                | 50                          | 40                  | 220                                           | 420                   | 1.583                             |
| 1959             | 1.086           | 125                                | 92                          | 221                 | 438                                           | 469                   | 1.993                             |
| 1960             | 1.160           | 130                                | 150                         | 308                 | 588                                           | 433                   | 2.181                             |
| 1961             | 1.319           | 216                                | 300                         | 233                 | 749                                           | 166                   | 2.234                             |
| 1962             | 1.387           | 197                                | 300                         | 262                 | 759                                           | 817                   | 2.963                             |
| 1963             | 1.475           | 131                                | 300                         | 43                  | 474                                           | 132                   | 2.081                             |
| 1964             | 1.791           | 161                                | 400                         | 152                 | 713                                           | 579                   | 3.083                             |
|                  | pct.            | pct.                               | pct.                        | pct.                | pct.                                          | pct.                  | pct.                              |
| Stigning 1952-58 | 77              | 136                                | 100                         | 15                  | 92                                            | 110                   | 87                                |
| Stigning 1958-64 | 90              | 24                                 | 700                         | 280                 | 224                                           | 37                    | 95                                |

Kilde: Kol. 1, 4 og 6 opregnet fra aktieselskabsstatistikken, Kol. 2: 1952-1960: skønnet på grundlag af Danmarks Statistiks oplysninger om stigning i industriselskabernes aktiekapitaler og kontant indbetalte aktiekapitaler ialt 1961-64 Statistiske Efterretninger 1965, Kol. 3 skønnet på grundlag af aktieselskabsstatistikken og oplysninger om realkreditinstitutternes udlån. Jfr. i øvrigt Annex 1.

Figur 1. Industriens opsparing og kapitaltilførsel fra det organiserede kapitalmarked.



I: Opsparing (afskrivninger + henlæggelser).

II: Investeringer (årets priser).

III: Opsparing + kapitaltilførsel fra det organiserede kapitalmarked (aktieemissioner, obligationslån og banklån).

Som en væsentlig konklusion af den foretagne gennemgang af industriens kapital- og investeringsforhold i perioden 1952-65 synes derfor at kunne uddrages, at medens industriens investeringer frem til slutningen af 1950'erne stort set har fulgt udviklingen i virksomhedernes egen opsparing, er det i de senere år blevet tydeligt, at industriens investeringer — og dermed industriproduktionens fremtidige udvikling og konkurrencedygtighed — er afhængig af den samlede kapitaltilførsel, såvel i form af egen opsparing som låntagningen. Forholdene på det danske kapitalmarked har derved fået en ny og afgørende betydning for den industrielle udvikling her i landet.

## VI. Industriens kapitaltilførsel via aktie-markedet.

Industriselskabernes aktiekapital er steget fra 1427 mill. kr. ult. 1952 til 3626 mill. kr. ult. 1964, en stigning på 2199 mill. kr. eller 140

pct. på 12 år. Kun en del af denne stigning betegner imidlertid en tilsvarende kapitaltilførsel til industrien. På grundlag af aktieselskabsstatistikken kan det skønnes, at denne stigning hidrører fra:

Tabel 7. Stigning i aktiekapital efter oprindelse.

|                                                                                                      | 1953-64<br>(12 år) |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|
|                                                                                                      | mill. kr.          |
| Kontant indbetalt aktiekapital . . . . .                                                             | 1.440              |
| Overførte reserver til aktiekapital . . . . .                                                        | 271                |
| Overført egenkapital i forbindelse med enkeltfirmaers overgang til aktieselskabsformen m. v. . . . . | 488                |

I alt stigning i aktiekapital . . . . . 2.199

Som det fremgår af ovenanførte oversigt, skønnes knapt 500 mill. kr. af stigningen i in-

dustriaktieselskabernes aktiekapital at være overførsler fra tidligere enkeltmandsvirksomheders eksisterende egenkapital i forbindelse med disse virksomheders overgang til aktieselskabsformen og repræsenterer således heller ikke noget kapitaltilskud til industrien som helhed.

Den del af stigningen i aktiekapitalen, som må interessere mest i forbindelse med en undersøgelse af industriens forhold til kapitalmarkedet, er stigningen gennem kontante indbetalinger ved udvidelse af eksisterende aktieselskabers kapital og oprettelse af nye selskaber, der ikke tidligere har bestået under anden form. Det kan anslås, at kapitaltilførsel af denne art har andraget knapt 1,5 mldr. kr. i årene 1953-64. Heraf ca. 500 mill. kr. i 1953-58 og knapt 1 mldr. kr. 1958-64. Kapitaltilførsel til industrien i form af aktietegning har dog nærmest været stagnerende i de senere år, og finansiering gennem aktietegning har ikke haft øget betydning for industriens samlede kapitalforsyning i de senere år til trods for aktieselskabsformens stigende udbredelse inden for industrien. Af de 1 mldr. kr., der i form af aktieemissioner er tilført industrien fra 1958 til 1964, kan det anslås, at 300-400 mill. kr. hidrører fra udenlandske selskabers direkte investeringer her i landet, og 150 mill. kr. fra børsnoterede industriselskabers emissioner. Kun ca. 1 pct. af industriens samlede kapitaltilførsel i disse år hidrører fra aktieemission på Børsen.

## VII. Industriens låntagning.

Industriens gæld til bankerne steg ca. 50 pct. fra 1952 til 1958 og ca. 150 pct. fra 1958 til 1964. Bankernes udlån har således været af væsentlig betydning for industriens ekspansion i de senere år. Som det fremgår af tabel 6, androg stigningen i bankgælden i årene 1952—58 kun 40-50 mill. kr. årligt (i 1957 dog ca. 100 mill. kr.), men har siden været 2-300 mill. kr. årligt (i 1963 dog kun ca. 40 mill. kr.). Bankgæld ult. 1965 udgør ca. 2,5 mldr. kr.

Industrivirksomhedernes banktilgodehavender (og kasser m. v.) udgjorde ca. 1,6 mldr. kr. ult. 1965. Industriens nettogæld til bankerne udgør således knapt 1 mldr. kr., idet et fåtal af virksomheder har meget betydelige bankbeholdninger.

Industriens langfristede gæld er ligeledes steget betydeligt i de senere år. Fra 1952 til 1958 var stigningen ca. 50 pct. ligesom stigningen i bankgælden, men fra 1958 til 1964 er industri-

ens langfristede gæld steget ca. 230 pct., altså endnu stærkere end bankgælden. Realkreditinstitutternes nettoudlån til industrivirksomheder beløb sig til ca. 400 mill. kr. i 1964 og er yderligere steget ca. 25 pct. i 1965, og restgælden udgør formentlig ca. 2,8 mldr. kr. ult. 1965.

## VIII. Det fremtidige investeringsbehov.

1. Skal man søge at danne sig nogen forestilling om industriens fremtidige investeringsbehov f. eks. ud fra en vis målsætning med hensyn til den fremtidige produktionsudvikling, vil det naturlige udgangspunkt være forholdet mellem industriens produktion og den faktiske (brugs)-værdi af industriens produktionsanlæg.

Vanskelighederne ved at bedømme produktionens afhængighed af investeringerne er imidlertid betydelige, fordi man ikke her i landet har statistiske oplysninger vedrørende det industrielle produktionsapparats størrelse eller udviklingen heri, men kun oplysninger om de årlige nyinvesteringer, der både omfatter investeringer til erstatning og fornyelse af udslidt og forældet produktionsudstyr og investeringer, der betyder en nettoforøgelse af produktionskapaciteten. Hvis man skal benytte de foreliggende årlige investeringsoplysninger til beregning af nettotilvæksten i produktionsudstyret, er man derfor henvist til at opstille antagelser vedrørende produktionsudstyrets levetid, udslidnings- og forældelsesgrad, om hvilke forhold eksakte oplysninger ikke foreligger, og som utvivlsomt varierer fra branche til branche og ændrer sig efter den teknologiske udvikling.

Som et forsøg på at illustrere forholdet mellem udvikling i produktionsanlæg og produktionsværdi er der i det følgende benyttet skønnede gennemsnitsstørrelser for levetid og udslidningsgrad, som selvsagt må være behæftet med betydelig usikkerhed og kun kan betragtes som regneeksempler, der i høj grad tiltrænges at gøre mere realistiske gennem mere konkrete undersøgelser af udslidningsgraden i industriens produktionsudstyr. Det viser sig imidlertid, at usikkerheden med hensyn til levetid m. v. nok giver sig betydelige udslag i beregningerne af de absolutte værdier af industriens produktionsudstyr på forskellige tidspunkter, men væsentlig mindre usikkerhed med hensyn til den procentvise tilvækst i produktionsudstyrets værdi, fordi en høj udslidningsrate og som følge heraf lave absolutte tilvækster må ses i forhold til lavere samlede værdier af produktionsudsty-

Tabel 8. Beregnet værdi af industriens produktionsanlæg.

|                                                        | <i>Ekspl. 1</i> | <i>Ekspl. 2</i> | <i>Ekspl. 3</i> |
|--------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Levetid for bygninger og anlæg .....                   | 65 år           | 55 år           | 45 år           |
| » » maskiner m. v. ....                                | 30 år           | 25 år           | 20 år           |
| <i>Beregnet værdi af produktionsanlæg 1965-priser:</i> |                 |                 |                 |
| Ultimo 1950.....                                       | 10,1 mldr. kr.  | 9,2 mldr. kr.   | 6,5 mldr. kr.   |
| » 1955.....                                            | 12,0 » »        | 10,9 » »        | 7,9 » »         |
| » 1960.....                                            | 15,6 » »        | 14,5 » »        | 10,7 » »        |
| » 1965.....                                            | 23,4 » »        | 22,1 » »        | 17,0 » »        |
| <i>Stigning i anlægsværdi:</i>                         |                 |                 |                 |
| 1950-55.....                                           | 18 pct.         | 18 pct.         | 21 pct.         |
| 1955-60.....                                           | 30 »            | 32 »            | 36 »            |
| 1960-65.....                                           | 50 »            | 53 »            | 58 »            |

ret, og en lav udslidningsgrad og større absolutte tilvækster må stilles i forhold til højere værdier af produktionsudstyret.

2. Ud fra en række tænkelige »overlevelsesskalaer«, der angiver dels den gennemsnitlige levetid henholdsvis for bygninger og anlæg samt for maskiner, inventar m. v., dels den takt, hvormed udslidningen sker, har man opsummeret de dele af de gennem årene foretagne investeringer i industrien - omregnet i faste priser - som ved udgangen af 1950, 1955, 1960 og 1965 endnu var tilbage som effektivt produktionsudstyr. Resultaterne af beregningerne for tre af disse eksemplers vedkommende er anført i tabel 8.

De anvendte »overlevelsesskalaer« for de tre eksempler indebærer, at der 20 år efter en given investering i bygninger og anlæg og 10 år efter en given investering i maskiner og andet produktionsudstyr efter eksempel 1 og 2 vil være ca. 80 pct. og efter eksempel 3 ca. halvdelen tilbage som effektivt produktionsudstyr. Derefter falder brugsværdien med stigende takt i de tre eksempler.

De anførte levetider kan synes høje, men det må tages i betragtning, at reparations- og vedligeholdelsesudgifter, der bidrager til at forlænge kapitalapparatets levetid, afholdes over driften og således hverken indgår i de regnskabsmæssige afskrivninger eller investeringsstatistikken. På grundlag af investeringsstatistikken i begyndelsen af 1950'erne kan det skønnes, at reparations- og vedligeholdelsesudgifter har andraget omtrent et lignende beløb som de ordinære afskrivninger, ca. 3 pct. af anlægsværdierne.

Det må endvidere tages i betragtning, at investeringsbeløbene for maskiner m. v. indeholder alt produktionsudstyr bortset fra bygninger og anlæg og ikke kun arbejdsmaskiner, der ofte kun har kort levetid, samt at det ikke er usædvanligt, at maskinelle anlæg, der er taget ud af den daglige drift, henstår som reserve og altså bevarer en vis brugsværdi. Endelig indgår udskiftet materiel fra en virksomhed i mange tilfælde som anskaffelse i en anden virksomhed.

Yderligere kan det oplyses, at det af Erik Hoffmeyers undersøgelse »Industriel Vækst«, udgivet i 1963, fremgår, at den gennemsnitlige anlægsværdi pr. arbejder i de undersøgte (større) industrivirksomheder androg ca. 65.000 kr. i 1960. Omregnet til 1960-priser bliver anlægsværdien pr. arbejder i de ovennævnte eksempler henholdsvis 42.000 kr., 39.000 og 28.000 kr. Ved at anvende kortere levetider ville forskellen mellem disse gennemsnitsberegninger og resultatet af Hoffmeyers undersøgelser blive endnu større.

Sluttelig skal nævnes, at der i den svenske Långtidsutredning »Svensk Ekonomi 1960-1965« udgivet af Finansdepartementet i 1962 er foretaget beregninger vedrørende den svenske industris produktionsapparat. Som udgangspunkt for de svenske beregninger har man benyttet oplysninger om brandforsikringsværdien af svensk industris anlæg i 1947 og i 1957. Man har således haft et mål for produktionsapparatets værdi både ved begyndelsen og ved afslutningen af en 10-års periode. Ved at tage hensyn til investeringerne og prisudviklingen i denne periode er de svenske beregninger resulteret i, at den gennemsnitlige udslidningskvote har været ca. 1,8 pct. årligt svarende til en

Tabel 9. Stigning i anlægsværdi pr. arbejder og i produktion.

|                                                   | 1950-55              | 1955-60              | 1960-65              |
|---------------------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|                                                   | pct.<br>faste priser | pct.<br>faste priser | pct.<br>faste priser |
| Stigning i anlægsværdi . . . . .                  | 18                   | 32                   | 53                   |
| » i antal arbejdere . . . . .                     | -1                   | 19                   | 6                    |
| » i anlægsværdi pr. arbejder . . . . .            | 19                   | 11                   | 46                   |
| » i produktion (produktionsindex) . . . . .       | 10                   | 36                   | 37                   |
| » i »produktivitet« (produktion pr. arbejder) . . | 11                   | 14                   | 30                   |

gennemsnitlig levetid for det samlede kapitalapparat på noget under 60 år, modsvarende f. eks. gennemsnitslevetid på 35 år for maskiner og 90 år for bygninger. I den svenske undersøgelse er man klar over, at disse levealdre synes meget høje og gør opmærksom på, at den svenske industris Utredningsinstitut har beregnet den gennemsnitlige udrangeringsalder for maskiner inden for svensk værkstedsindustri til 28 år.

3. Det fremgår af tabel 8, at selv om der - navnlig mellem eksempel 2 og eksempel 3 - er betydelig forskel på den beregnede værdi af produktionsanlæggene, så er forskellene i anlæggenes procentvise stigning i de tre eksempler ikke så stor — henholdsvis 50 pct., 53 pct. og 58 pct. fra 1960 til 1965.

Ved at benytte de af beregningerne for eksempel 2 resulterende stigninger i værdien af industriens produktionsanlæg (i faste priser) er der i tabel 9 opstillet relationer mellem udviklingen i anlægsværdi, produktion, beskæftigelse og produktivitet.

Fra 1955 til 1960 forøgedes industriens arbejderantal med 48.000 eller 19 pct. og produktionen i faste priser (produktionsindex) med 36 pct. først og fremmest gennem mobilisering af ledige arbejdskraftreserver og med en forholdsvis svagere stigning i anlægsværdien pr. arbejder - 11 pct. Fra 1960 til 1965 har mulighederne for forøgelse af industriens beskæftigelse været mindre, og arbejderantallet er kun forøget med 5 pct. Produktionsstigningen har været lige så stor som i det foregående 5-år, men er fortrinsvis opnået ved stigning i produktiviteten. Dette har øjensynligt været betinget af forøget produktionsudstyr, og anlægsværdien pr. arbejder (i faste priser) er steget ca. 46 pct. fra 1960 til 1965 eller ca. 1½ gange den opnåede produktivitetsstigning.

Da der heller ikke i de kommende år kan

regnes med væsentlig forøgelse af industriens arbejdsstyrke, må fremtidig produktionsforøgelse hovedsagelig ske ved produktivitetsforøgelse. Går man ud fra, at en fortsættelse af industriproduktionens vækst - f. eks. en produktionsstigning på 37 pct. i faste priser fra 1965 til 1970, ligesom fra 1960 til 1965 - vil kræve samme forholdsmæssige forøgelse af produktionsanlæggene, d.v.s. ca. 53 pct. fra 1965 til 1970, vil dette - med de gjorte antagelser vedrørende udskiftningsbehovet — kræve en forøgelse i industriens årlige bruttoinvesteringer på ca. 60 pct. (ca. 10 pct. årligt) regnet i faste priser for, at der både kan blive plads for erstatning af udslidte anlæg og til en sådan forøgelse af produktionsanlæggene. Til sammenligning tjener, at industriens årlige investeringer, regnet i faste priser, steg 100 pct. fra 1955 til 1960, men kun 33 pct. fra 1960 til 1965.

Ved fremregningen af det årlige investeringsbehov spiller imidlertid usikkerheden med hensyn til produktionsudstyrets levetid ind i fuldt omfang, hvorfor man som konklusion antagelig må indskrænke sig til, at det er sandsynligt, at industriens årlige investeringer også i de kommende år - således som det overvejende har været tilfældet i den sidste halve snes år - procentvis må forøges mere end industriens produktion, såfremt de senere års udvikling i industriproduktionen skal fastholdes.

#### IX. Det fremtidige kapitalbehov.

Så længe man ikke har bedre udtryk for sammenhængen mellem industriproduktionens vækst og produktionsudstyrets størrelse, vil det ikke være muligt nærmere at kvantificere industriens kapitalbehov. Den ovenfor omtalte antagelse af, at de årlige bruttoinvesteringer fortsat må stige mere end produktionen for at opretholde produktionens vækst, giver dog no-

gen vejledning for, i hvilken retning industriens kapitalbehov udvikler sig, og hvilken størrelsesorden det har, når man lægger de i afsnit III omtalte konklusioner vedrørende udviklingen i industriens opsparing (selvfinansiering i form af afskrivninger og henlæggelser) og tilførsel af kapital fra det organiserede kapitalmarked til grund.

Det fremgik heraf, at over en længere periode synes industriens kapitaltilførsel i form af opsparing + tilførsel fra kapitalmarkedet i form af aktieemissioner, obligationslån og forøgelse af bankgæld at udvikle sig parallelt med industriens investeringer, samt at industriens opsparing i det store og hele hidtil har fulgt udviklingen i produktionen. Såfremt det er en betingelse for fastholdelse af industriproduktions vækst, at investeringerne stiger mere end produktionen, og altså mere end opsparingen, må industriens tilførsel af kapital fra det organiserede kapitalmarked (aktier, obligationer og banklån), der er steget fra ialt ca. 110 mill. kr. i 1955 over ca. 600 mill. kr. i 1960 til ca. 950 mill. kr. i 1965 fortsat stige mere end industriproduktionen og sandsynligvis stille betydelige krav til det danske kapitalmarked i de kommende år.

Det skal understreges, at der ikke er tale om en forudsigtelse af, at udviklingen faktisk vil forme sig således, men en illustration af, at såfremt det skal undgås, at de begrænsede muligheder for tilførsel af arbejdskraft til industrien fører til stagnerende produktion, er en betydelig forørelse af industriens muligheder for kapitaltilførsel nødvendig.

#### **Noter til tabellen. (Annex 1.)**

Hovedprincippet for opstilling af den beregnede regnskabsmæssige balance for industrien har været at benytte statistiske oplysninger vedrørende hele industriens forhold, hvor sådanne oplysninger forefindes. Dette gælder således varebeholdninger (kol. 4), aktiekapital (kol. 7), lønninger (kol. 17), værditilvækst (kol. 18) og investeringer (kol. 19), der alle stammer fra de af Danmarks Statistik offentliggjorte oplysninger.

For varebeholdningerne (kol. 4) er der som bogførte værdier dog kun anført 80 pct. af værdien af industriens beholdninger af råvarer, halvfabrikata og færdigvarer ifølge Danmarks Statistik, der imidlertid kun for 1963 og 1964 har offentliggjort oplysninger alene for industrien, medens varebeholdningerne for tidligere år omfattede alle fremstillingsvirksomheder, hvorfor disse lagertal i beregningerne er reduceret til 74 pct., svarende til industriens andel i samtlige fremstillingsvirksomheders lagre i 1963.

Industriens bankgæld (kol. 9) er anslået på grundlag af de af Nationalbanken årligt indsamlede oplysninger om forretningsbankernes udlån, men under hensyn til at disse oplysninger vedrører udlånene pr. 30. april, er der foretaget korrektioner under hensyn til aktieselskabsstatistikens oplysninger om udviklingen i industriaktieselskabernes bankgæld. Industriens langfristede gæld (kol. 10), der er baseret på en opgøring af aktieselskabsstatistikens oplysning (jfr. nedenfor), er ligeledes korrigeret under hensyn til oplysninger fra realkreditinstitutterne vedrørende udlån til industrien i de senere år.

De bogførte værdier af industriens anlæg (kol. 5) er en kædeberegning med udgangspunkt i en anslået bogført værdi på ca. 5 mldr. kr. ultimo 1960 samt de årlige investeringer med fradrag af de årlige afskrivninger (jfr. nedenfor). Den bogførte værdi ultimo 1960 er anslået på grundlag af et repræsentativt udvalg af aktieselskabsregnskaber i 1960, men er naturligvis behæftet med forbehold. Diverse debitorer (kol. 3) og for 1952-1957 kol. 1-3 er beregnet residualt ved at fratrække de øvrige aktiver fra den beregnede samlede balance (jfr. nedenfor).

De øvrige oplysninger (kol. 1, 2, 6, 8 og delvis kol. 9 og 10 samt kol. 11-16) er baseret på opgøring fra aktieselskabsstatistikken for 1952-1959 samt de procentvise stigninger ifølge aktieselskabsstatistikken fra 1960-1964 for industriselskaber med regnskabsmæssige oplysninger i to på hinanden følgende år. Opgøringen fra industriaktieselskaber til hele industrien har fundet sted på grundlag af aktieselskabernes andel i hele industrien (efter værditilvækst), som af Statistisk Departement opgjordes til 70 pct. i 1955 og på grundlag af erhvervstællingen for 1958 er anslået til ca. 73 pct. På grundlag af aktieselskabsstatistikens oplysninger om stigningen i aktieselskabernes antal og balancer som følge af enkeltmandsvirksomheders overgang til aktieselskabsform (bl. a. i Statistiske Efterretninger nr. 53 i 1965), er aktieselskabernes andel i hele industrien i 1964 anslået til godt 80 pct. Ved opgøringen fra aktieselskabsregnskaber er skønsmæssigt korrigeret for, at en del af industriaktieselskabernes »anden gæld« i årene 1952-1958 hidrørte fra værfternes og større maskinfabrikkers modtagne forudbetalinger, der næppe har været af tilsvarende omfang for de virksomheder, der ikke er aktieselskaber. Ved fremregningen af de procentvise stigninger for industriaktieselskabernes er foretaget beregninger for hele industrien excl. skibsværfterne, der i de senere år har haft en speciel udvikling, således at skibsværfterne (der alle er aktieselskaber), kun indgår med deres egen vægt i beregningerne.

Den anvendte metode bevirker antagelig, at oplysningerne vedrørende stigningen i de pågældende poster fra 1959 til 1964 er mere pålidelige end totaltallene og de tidligere års stigninger. Metoden forudsætter, at udviklingen i den øvrige industri har været den samme som for industriaktieselskabernes, og opgøringen forudsætter f. eks. at »hævet overskud« i enkeltmandsvirksomhederne af tilsvarende størrelse som industriaktieselskabernes udbetalte udbytte og tantieme (kol. 12).

## Beregnet regnskabsmæssig balance for industrien 1952–1964.

|                                                                            | 1952      | 1953      | 1954      | 1955      | 1956      | 1957      | 1958      | 1959      | 1960      | 1961      | 1962      | 1963      | 1964      |
|----------------------------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                                                                            | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. | mill. kr. |
| <i>I. Status ultimo</i>                                                    |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| <i>Aktiver:</i>                                                            |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| 1. Kasse-, bank og girobeholdning, }                                       |           |           |           |           |           |           | 1.438     | 1.688     | 1.484     | 1.490     | 1.569     | 1.695     | 1.957     |
| 2. Værdipapirer . . . . . }                                                | 3.713     | 4.259     | 4.646     | 4.862     | 5.568     | 6.041     | 1.108     | 1.174     | 1.294     | 1.596     | 1.808     | 2.027     | 2.330     |
| 3. Diverse debitorer (residual) . . . }                                    |           |           |           |           |           |           | 4.372     | 4.699     | 5.213     | 5.293     | 5.881     | 5.851     | 6.023     |
| 4. Bogførte varebeholdninger . . . . .                                     | 2.620     | 2.650     | 2.800     | 3.030     | 3.170     | 3.440     | 3.420     | 3.860     | 4.370     | 4.620     | 5.080     | 5.320     | 5.730     |
| 5. Bogført værdi af bygninger,<br>anlæg, maskiner m. v. . . . .            | 2.923     | 3.023     | 3.273     | 3.502     | 3.610     | 3.865     | 4.062     | 43.63     | 5.000     | 5.878     | 6.832     | 7.580     | 8.472     |
| 6. I alt aktiver (= passiver) . . . . .                                    | 9.266     | 9.932     | 10.719    | 11.394    | 12.348    | 13.346    | 14.400    | 15.784    | 17.261    | 18.877    | 21.170    | 22.473    | 24.512    |
| <i>Passiver:</i>                                                           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| 7. Aktiekapital. . . . .                                                   | 1.427     | 1.508     | 1.580     | 1.655     | 1.731     | 1.883     | 2.060     | 2.230     | 2.390     | 2.777     | 3.183     | 3.439     | 3.626     |
| 8. Reservefonds, sociale fonds og<br>anden ansvarlig egenkapital . . . . . | 3.325     | 3.580     | 3.825     | 4.115     | 4.438     | 4.734     | 5.081     | 5.513     | 5.939     | 6.469     | 6.977     | 7.549     | 8.270     |
| 9. Bankgæld . . . . .                                                      | 550       | 600       | 635       | 665       | 725       | 825       | 865       | 1.086     | 1.394     | 1.627     | 1.889     | 1.932     | 2.084     |
| 10. Langfristet gæld . . . . .                                             | 448       | 488       | 518       | 528       | 568       | 608       | 659       | 750       | 900       | 1.200     | 1.500     | 1.800     | 2.200     |
| 11. Anden gæld . . . . .                                                   | 3.516     | 3.756     | 4.161     | 4.431     | 4.886     | 5.316     | 5.736     | 6.205     | 6.638     | 6.804     | 7.621     | 7.753     | 8.332     |
| <i>II. Driftsregnskab, året.</i>                                           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| 12. Udbytte, tantieme, »hævet<br>overskud« . . . . .                       | 219       | 237       | 225       | 227       | 255       | 240       | 286       | 309       | 324       | 343       | 387       | 355       | 370       |
| 13. Henlagt og overført . . . . .                                          | 233       | 248       | 258       | 274       | 313       | 343       | 375       | 416       | 411       | 512       | 490       | 556       | 701       |
| 14. Henlagt til sociale fonds . . . . .                                    | 12        | 13        | 14        | 21        | 16        | 15        | 19        | 16        | 15        | 18        | 18        | 16        | 20        |
| 15. Overskud i alt (efter skat) . . . . .                                  | 464       | 498       | 497       | 522       | 584       | 598       | 680       | 741       | 750       | 873       | 895       | 927       | 1.091     |
| 16. Afskrivninger . . . . .                                                | 300       | 308       | 357       | 394       | 405       | 472       | 568       | 670       | 749       | 807       | 897       | 919       | 1.090     |
| 17. Lønudgift . . . . .                                                    | 2.649     | 2.829     | 3.073     | 3.205     | 3.396     | 3.684     | 3.900     | 4.400     | 4.951     | 5.543     | 6.276     | 6.694     | 7.439     |
| 18. Værditilvækst . . . . .                                                | 4.624     | 5.028     | 5.448     | 5.589     | 5.885     | 6.480     | 6.920     | 7.925     | 8.851     | 9.736     | 11.108    | 11.485    | 13.015    |
| 19. Investeringer . . . . .                                                | 415       | 408       | 607       | 623       | 513       | 727       | 765       | 971       | 1.386     | 1.685     | 1.851     | 1.667     | 1.982     |

Kilder: Se noter til tabellen.





*Redegørelse vedrørende beskatningsforhold udarbejdet  
af fuldmægtig Poul Olsen, Skattedepartementet.*

## Hovedtræk af reglerne om beskatning af aktieselskaber, aktionærer og ejere af obligationer.

### I. Aktieselskaber og aktionærer.

Reglerne om beskatning af aktieselskaber og aktionærer blev ændret ved en reform, der blev gennemført den 11. juni 1960 ved lov nr. 255 om indkomstbeskatning af aktieselskaber og lov nr. 256 om særlig indkomstskat.

De nugældende regler findes i lovebkendtgørelse nr. 377 af 20. december 1961 om indkomstbeskatning af aktieselskaber m.v. og i lovebkendtgørelse nr. 210 af 18. juni 1964 om særlig indkomstskat og lovebkendtgørelse nr. 211 af 18. juni 1964 om påligningen af indkomst- og formueskat til staten (ligningsloven).

Lovforslaget om ændring af beskatningsreglerne for aktieselskaber havde til formål at forenkle og rationalisere reglerne om beregning af aktieselskabsskatten, der forud for reformen var særdeles komplicerede.

De samtidig med ændringen af selskabsbeskatningen gennemførte ændringer af reglerne om beskatning af aktionærer havde til hovedformål at imødegå kritikken af det hidtidige systems beskatningsregler ved likvidation af aktieselskaber og statsskattelovens regel om, at aktionærer skulle indkomstbeskattes af friaktier.

Både før og efter reformen er hovedindholdet af reglerne, at al selskabsindkomst skal beskattes i selskabet, og at aktionærerne skal beskattes af alt, hvad der udloddes til dem udover den indbetalte aktiekapital. Der er således tale om en dobbelt beskatning af den samme indkomst.

### II. Selskabsbeskatningen.

#### 1. Principperne i de tidligere regler om selskabsbeskatning.

Af de tidligere gældende regler kan udledes, at man synes at have tilstræbt beskatning gennemført efter følgende tre principper:

Først må fremhæves det princip, som gik ud på at undergive henlæggelser til faste reserver en lempeligere beskatning end de beløb, der blev udbetalt som udbytte, eller som reserveredes til senere udbyttebetaling.

Dette princip, som tilskyndede til konsolidering, krydsedes imidlertid af et andet princip, som gik ud på at afsvække dobbeltbeskatningen. Dette hensyn blev varetaget ved et fradrag på 5 pct. af aktiekapitalen i selskabets indkomst ved beregningen af den ordinære statsskat, der omtrentlig svarede til halvdelen af de samlede skatter og for de overordentlige skatters vedkommende om en vis lempelse, når udbyttet ikke oversteg 5 pct.

Det tredje dominerende princip var den progressive beskatning, der gennemførtes under hensyntagen til den investerede kapitalens størrelse og ikke som for personers vedkommende på grundlag af indkomstens absolutte størrelse.

#### 2. Principperne efter de gældende regler.

Efter de ændrede regler beskattes al indkomst med samme procent uafhængigt af, om indkomsten henlægges til reserver eller udbetales som udbytte. Dette betyder ikke, at enhver tilskyndelse til konsolidering forsvinder, idet der jo foruden aktieselskabsskatten skal svares indkomstskat hos aktionærerne af det udbetalte udbytte.

Ved selskabernes skatteberegning indrømmes der et såkaldt indkomstfradrag på halvdelen af den skattepligtige indkomst og højst 2½ pct. af den indbetalte aktiekapital. Ved denne beregning henregnes friaktier kun til aktiekapitalen, såfremt de er tildelt selskabets aktionærer før den 1. januar 1962. Denne regel, der blev indsat under forslagens behandling i Folketinget i stedet for forslagens regel om, at de første

5.000 kr. af indkomsten skulle holdes uden for skatteberegningen, skyldes ifølge Folketingsudvalgets betænkning af 20. maj 1960, at man fandt det ønskeligt, at beskatningsreglerne udformes sådan, at man i et vist omfang afsvækker dobbeltbeskatning og er tillige begrundet i ønsket om ikke at svække selskabernes interesse i at finansiere deres virksomhed ved forøgelse af aktiekapitalen i stedet for ved optagelse af lån. Renterne af lån bliver nemlig ikke beskattet dobbelt, idet de fuldt ud kan fradrages ved opgørelsen af selskabets indkomst.

Efter reformen kan selskabet fradrage halvdelen af de betalte skatter. Denne skattefradragsret svarer nogenlunde til den skattefradragsret, som var gældende efter de tidligere regler.

Ved reformen har man i princippet opretholdt de tidligere gældende regler om det for selskabsbeskatningen særegne fradrag for virksomhed i udlandet.

Man har tillige opretholdt de tidligere gældende regler om lempelse af selskabsbeskatningen i de tilfælde, hvor et selskab ejer aktierne i et andet selskab, og dette selskab eventuelt ejer aktierne i et tredje selskab. I disse tilfælde kommer man ud for en flerdobbelt beskatning af udbytter igennem alle selskaberne. Efter lovens regel i § 17, stk. 4, er der gennemført en i forhold til tidligere regler noget udvidet adgang til at fritage for beskatning i moderselskabet af udbytte fra datterselskaber.

Den tidligere gældende praksis om sambeskatning af selskaber er opretholdt i lovens § 31.

Indkomstopgørelsen for selskaber foretages i princippet efter samme regler, som gælder for personer, dog med den forskel, at selskaberne ved indkomstopgørelsen skal medregne al indkomst, som hos personer ville blive beskattet efter reglerne om særlig indkomst.

Skatten, der udskrives med 44 pct. af indkomsten efter fradrag af indkomstfradraget, er ens i alle landets kommuner, idet kommunernes andel af skatten er fastsat til  $\frac{3}{20}$  af den samlede selskabsskat.

### **III. Beskatning af aktionærer.**

#### **1. Principperne i de tidligere gældende regler om beskatning af aktionærer.**

Efter de tidligere gældende regler beskattedes gevinst ved afhændelse af aktier som hovedregel ikke. Beskatning af fortjeneste gennemførtes

kun, for så vidt aktierne var erhvervet i spekulationshensigt eller som led i næringsvej.

Ved indkomstopgørelsen skulle aktionærerne ifølge statsskattelovens § 4 e medregne alt, hvad der af vedkommende selskab udbetaltes som en del af selskabets i sidste eller tidligere år indtjente overskud, hvad enten udbetalingen fandt sted som udbytte, som udlodning ved likvidation eller ved udstedelse af friaktier. Udlodning af beløb, som var indvundet på anden måde end ved den normale drift, men f.eks. ved realisation af formuegenstande, skulle ifølge ligningsloven tillige beskattes hos aktionærerne.

Reglerne praktiseredes således, at den skattepligtige fortjeneste ved udlodning af likvidationsprovenu beregnedes som forskellen mellem likvidationsudlodningen og aktiens pålydende værdi. Det kunne ved likvidation forekomme, at der på én gang udloddedes betydelige reserver, der var opsamlet igennem en årrække, og det virkede derfor meget hårdt, når disse beløb i et enkelt år blev undergivet progressiv beskatning hos aktionærerne. Da det for aktionærernes beskatning var uden betydning, hvad de havde givet for de pågældende aktier, kom man endog ud for, at aktionærer kom til at betale indkomstskat af store beløb, selv i tilfælde, hvor den pågældende aktionær i virkeligheden havde tab ved likvidationen, fordi denne indbragte mindre end det beløb, han oprindeligt havde givet for aktierne.

Denne hårde beskatning ved likvidation var en uundgåelig følge af princippet om, at aktionærerne skal beskattes af alt, hvad der »tilbagebetales« fra selskabet udover den indbetalte aktiekapital. Likvidationsbeskatningsreglerne må ses i sammenhæng med reglen om, at aktionærerne ved afhændelse af aktierne ikke skulle beskattes af kursstigningen.

Ifølge statsskatteloven beskattedes friaktier ved udstedelsen. Så længe størrelsen af aktiekapitalen var en væsentlig faktor ved beregningen af selskabsskatten, fungerede denne beskatningsregel som en hemsko på selskabets dispositioner ved udvidelse af selskabskapitalen ved friaktieudstedelse. Friaktieudvidelser var der også trang til ved lovregler at begrænse af hensyn til likvidationsbeskatningen, idet kun beløb, som blev udloddet udover aktiens pålydende værdi, blev beskattet. Denne beskatning ville man undgå, hvis man uden beskatning kunne udvide kapitalen ved friaktieudstedelse umiddelbart forud for likvidation.

Ved aktionærers salg af tegningsret fandt der

efter de tidligere regler ingen beskatning sted. Kun i de tilfælde, hvor moderaktien var erhvervet som led i næringsvej eller i spekulationshensigt, beskattedes det beløb, som blev tjent ved salg af tegningsret. Indkomstbeskatningen blev gennemført i det år, hvori moderaktien blev solgt.

## 2. Principperne efter de gældende regler.

Efter de gældende regler beskattes aktionærerne som hidtil af udbytte af aktier. Ifølge ligningslovens § 16 A henregnes til udbytte alt, hvad der af selskabet udloddes til aktionærerne med undtagelse af friaktier samt udlodningen af likvidationsprovenu foretaget i det kalenderår, hvori selskabet endeligt opløses. Til udbytte henregnes også udlodninger til aktionærerne, som sker i forbindelse med en nedskrivning af aktiekapitalen.

De tidligere reglers virkninger ved likvidationsudlodninger er afløst af et system, hvorved man undgår, at den aktionær, der får likvidationsudlodningen på én gang, beskattes af hele det beløb, hvormed udlodningen overstiger den indbetalte aktiekapital. Dette er opnået ved regler om, at hver enkelt aktionær beskattes af sin fortjeneste eller sit tab ved afhændelse af aktier, således at den tidligere engangsbeskatning er afløst af en beskatning igennem hele rækken af aktionærer.

Samtidig med reformen har man afskaffet de tidligere regler om, at fortjeneste ved salg af aktier erhvervet i spekulationshensigt skal indkomstbeskattes. I stedet er indført en regel om, at fortjeneste eller tab ved afhændelse af aktier inden for en periode af 2 år efter erhvervelsen, skal medregnes ved opgørelsen af den almindelige indkomst. Denne regel er ufravigelig, således at beskatning ikke kan undgås, selv om det dokumenteres, at aktierne ikke kan være erhvervet i spekulationsøjemed. Beskatningen gennemføres således fuldt ud ved afhændelse inden for 2 år, selv om aktierne er erhvervet ved arv eller gave. Reglen, der blev til under lovforslagets behandling i Folketinget, skyldtes ønsket om at fritage aktionærer og skattemyndigheder for de vanskelige bedømmelser af, om en aktiepost er erhvervet med videresalg for øje.

Efter reformen beskattes fortjeneste eller tab ved afhændelse af aktier, tegningsret til aktier og ved udlodning af likvidationsprovenu i det år, hvori selskabet endeligt opløses, som hovedregel efter reglerne i lov om særlig indkomstskat.

Ifølge lov om særlig indkomstskat beskattes hos personer en række indkomster, der har det fællestræk, at de som regel er indvundet over en årrække, med en ikke fradragsberettiget skat på 30 pct. af det beløb, hvormed den samlede særlige indkomst overstiger 1.000 kr. Indførelsen af denne særlige beskatningsform for engangsindtægter er en følge af det for personer gældende progressive indkomstskattesystem. Da selskaber og foreninger i princippet svarer proportional skat, er der for disse skattepligtige ikke behov for særregler for engangsindtægter, som derfor for disse skattepligtige medregnes ved opgørelsen af den almindelige indkomst. Da den særlige form for beskatning af engangsindtægter som nævnt er indført for at afbøde virkningerne af det for personer gældende progressive indkomstskattesystem, og da man har fastsat procenten til 30 ud fra den betragtning, at 30 pct. svarer nogenlunde til ligevægtsskatten for de fleste skatteydere, er der i loven af hensyn til personer, som på grund af deres almindelige indkomststørrelse ikke rammes af progressionen, og som ikke svarer en ligevægtsskat på omkring 30 pct., åbnet adgang til at overføre den særlige indkomst til almindelig indkomstbeskatning. Dette gennemføres ved, at  $\frac{1}{3}$  af fortjenesten efter begæring kan medregnes i den almindelige indkomst i det år, hvori fortjenesten er konstateret og de resterende  $\frac{2}{3}$  i de to følgende skatteår.

Alle i indkomståret opnåede særlige indkomster opgøres under ét. Hvis den samlede særlige indkomst bliver negativ, kan den fradrages i den almindelige indkomst.

Når fortjeneste ved afhændelse af aktier, tegningsret til aktier og ved modtagelse af likvidationsprovenu i likvidationsåret skal beskattes efter reglerne om særlig indkomst, medregnes fortjeneste eller tab kun med  $\frac{2}{3}$ . Denne begrænsning, der betyder en formindskelse af beskatningsprocenten til 20, er muligvis begrundet med den stedfindende dobbeltbeskatning af selskaber og aktionærer.

Beskatning gennemføres ved enhver afhændelse eller afståelse, herunder ved kreditorfølgning, af de pågældende værdipapirer, hvad enten dette sker mod eller uden vederlag. Ved afhændelse ved gavedisposition eller som arveforskud beregnes fortjeneste eller tab på grundlag af aktiernes værdi på overdragelsestidspunktet, således at aktionæren ved at bortskænke sine aktier i skattemæssig henseende stilles, som om han havde solgt de pågældende værdi-

papirer. Derimod gennemføres ingen beskatning, når aktierne falder i arv. Det samme gælder ved deling af fællesbo ved separation eller skilsmisse-skifte.

Som reglen i ligningslovens § 16 A er formuleret, vil den almindelige indkomstskattepligt omfatte såvel a conto udlodninger forud for det endelige likvidationsår som beløb, der udbetales aktionærene i anledning af en nedsettelse af aktiekapitalen.

Det ville være meget vanskeligt at fastslå, hvad der er fortjeneste eller tab ved a conto udlodninger fra et likviderende selskab. Praktiske hensyn taler imod at anvende reglerne om særlig indkomstbeskatning af fortjeneste eller tab ved a conto udlodninger. Derimod er der intet i vejen for at opgøre fortjenester eller tab, når udlodningen sker i anledning af endelig likvidation. Det har ved reglernes udformning været afgørende, at særlig indkomstbeskatning af  $\frac{2}{3}$  af fortjeneste vil være fordelagtigere for aktionærene end almindelig indkomstbeskatning. Hvis man åbnede mulighed for, at alle a conto udlodninger forud for det endelige likvidationsår skulle beskattes som særlig indkomst, måtte man befrygte misbrug ved, at likvidationer ville blive trukket i langdrag, således at beløb, der egentlig burde beskattes som udbytte, blev iklædt a conto udlodningens form med den virkning, at aktionærernes beskatning blev væsentlig lavere. Udlodningen måtte nemlig reduceres med en del af aktiernes anskaffelsessum, og den herefter fremkomne fortjeneste ville kun blive beskattet for  $\frac{2}{3}$ 's vedkommende.

Det foran nævnte er årsagen til, at a conto udlodninger forud for det endelige likvidationsår beskattes fuldt ud som almindelig indkomst, som om det var udbytte. Når særlige omstændigheder taler derfor, kan finansministeren dog tillade, at udlodninger forud for det endelige likvidationsår ikke skal beskattes som almindelig indkomst. I stedet tillades det, at det udloddede beløb eller en del deraf medregnes med  $\frac{2}{3}$  til den særlige indkomst. Denne beskatning gennemføres uden fradrag af nogen del af aktiernes anskaffelsessum. Virkningen af a conto udlodninger forud for det endelige likvidationsår bliver naturligvis, at der i det endelige likvidationsår ikke er så stort et beløb til udlodning til aktionærene, som der ville have været, hvis man havde undladt a conto udlodninger. Dette vil have til følge, at aktionærene i det endelige likvidationsår får en mindre fortjeneste, der

skal medregnes til den særlige indkomst eller eventuelt, at de får et tab på deres aktier. Ved praktiseringen af dispensationsbestemmelsen tilstræber man, at likvidationsudlodninger ikke fører til et fradragsberettiget tab i det endelige likvidationsår. Dispensation kan ikke forventes meddelt, hvis den pågældende aktionær på a conto udlodningstidspunktet har ejet sine aktier i mindre end 2 år. Da dispensationen i medfør af lov om særlig indkomstskat § 17, stk. 2, således er afhængig af den enkelte aktionærs forhold, er det nødvendigt, at hver enkelt aktionær ansøger om dispensation. Der er dog intet til hinder for, at en likvidator ved forhandling med skattedepartementet kan få en forhåndsunderretning om, i hvilket omfang aktionærene kan forvente at få bevilket dispensation.

Bestemmelsen i ligningslovens § 16 A medfører, at også udlodninger i forbindelse med nedsættelse af aktiekapitalen i selskaber, der ikke er under likvidation, fuldt ud skal beskattes hos aktionærene som almindelig indkomst, som om der var tale om udbytte. - Dette er nødvendigt for at forhindre, at selskaber år for år ved at kombinere deres udlodninger med nedskrivning af aktiekapitalen omgår reglerne om almindelig indkomstbeskatning af aktieudbytte. Der synes at være grænser for, i hvor stor udstrækning en sådan nedskrivning kan gennemføres, men hvis der fra tid til anden sker opskrivning af aktiekapitalen ved udstedelse af friaktier, ville der være ubegrænset adgang til omgåelse. Hvor det er åbenbart, at omgåelseshensigt ikke foreligger, kan finansministeren ifølge ligningslovens § 16 A, stk. 2, tillade, at udlodningen beskattes, som om den aktiepost, som aktionæren giver afkald på, var afhændet til andre.

Bestemmelsen i ligningslovens § 16 B, stk. 2, har sin begrundelse i samme synspunkter som de foran beskrevne om a conto udlodninger og nedskrivninger af aktiekapitalen. Efter bestemmelsen anses overdragelse af »egne aktier« til et aktieselskab ikke som afhændelse, idet hele salgssummen skal medregnes til den almindelige indkomst. Finansministeren kan dog i disse tilfælde tillade, at der gennemføres beskatning af fortjeneste eller tab, som om aktionærene havde afhændet aktierne til andre end selskabet. Ved praktiseringen af denne bestemmelse ses der hen til, om afhændelsen åbenbart ikke er foretaget for at omgå reglerne om almindelig indkomstbeskatning af udbytte. Som regel vil dispensation ikke kunne forventes meddelt, hvis

aktionæren ikke har afhændet hele sin aktiebeholdning. Ved afhændelse af hele beholdningen vil det normalt med tilstrækkelig sikkerhed være dokumenteret, at aktionæren ikke for fremtiden har ønsket om at undgå nogen udbyttebeskatning.

De foran beskrevne regler, hvorefter  $\frac{2}{3}$  af fortjeneste eller tab ved afhændelse af aktier beskattes som særlig indkomst, for så vidt afhændelsen er sket mere end 2 år efter erhvervelsen, gælder ifølge lov om særlig indkomstskat § 3, stk. 1, ikke for skatteydere, der har erhvervet aktierne som led i deres næringsvej. For at denne betingelse skal være opfyldt, må den skattepligtige have det som erhverv at handle med aktier og lignende værdipapirer, og de afståede værdipapirer må være erhvervet med videreoverdragelse for øje. Denne regel får først og fremmest virkning for vekselerere, der således må medregne fortjeneste eller tab i deres almindelige indkomst. Det kan dog ikke udelukkes, at en vekselerer kan have aktieposter, som skal beskattes efter de for andre skatteydere gældende regler; en sådan beskatning forudsætter, at det sandsynliggøres, at den pågældende aktiepost er holdt uden for virksomheden som vekselerer. For banker må formodningen være for, at der skal ske fuld beskatning af fortjeneste eller tab ved afhændelse af aktier, men det kan vist ikke udelukkes, at banker også kan have aktieposter, for hvilke kun  $\frac{2}{3}$  af fortjeneste eller tab skal tages i betragtning ved indkomstopgørelsen.

Det har været nødvendigt i loven at give regler for, hvordan beskatning skal ske, hvis en aktionær afhænder en del af sin aktiebeholdning, og denne beholdning er erhvervet på forskellige tidspunkter. Hvis alle aktier er erhvervet mere end 2 år før afhændelsen, skal  $\frac{2}{3}$  af fortjeneste eller tab medregnes til særlig indkomst. Er nogle af aktierne erhvervet 2 år eller mere før afhændelsen, og nogle aktier er erhvervet mindre end 2 år før afhændelsen, anses de afhændede aktier for at hidrøre fra de først erhvervede, medmindre andet godtgøres at være tilfældet, jfr. lovens § 3, stk. 3. Denne regel tjener kun til at fastslå, om fortjeneste eller tab skal medregnes med  $\frac{2}{3}$  til særlig indkomst, eller om fortjeneste eller tab fuldt ud skal medregnes ved opgørelsen af den almindelige indkomst. Beregningen af fortjeneste eller tab foretages på samme måde, hvad enten der bliver tale om særlig indkomstskat eller almindelig indkomstskat.

I samme bestemmelse omhandles 2-års reglens anvendelse ved afhændelse af tegningsret til aktier eller friaktier. Disse anses ved anvendelsen af 2-års reglen for at være erhvervet samtidig med den aktie, hvortil tegningsretten eller friaktien knytter sig.

### *3. Opgørelse af fortjeneste eller tab.*

Reglerne om opgørelse af fortjeneste eller tab findes i lov om særlig indkomstskat § 7.

I § 7, stk. 3, er det fastsat, at udgangspunktet for beregning af fortjeneste eller tab er aktiernes anskaffelsessum eller, for så vidt aktierne er anskaffet før den 1/1 1962, den formueskattepligtige værdi pr. 1/1 1962, hvis den er højere end anskaffelsessummen.

Reglen om, at den formueskattepligtige værdi pr. 1/1 1962 træder i stedet for anskaffelsessummen, anvendes således kun, når den er til fordel for aktionæren. Reglen finder ikke anvendelse, hvis aktierne er erhvervet som led i den skattepligtiges næringsvej. Valget mellem den faktiske anskaffelsessum og den formueskattepligtige værdi pr. 1/1 1962 foretages i tilfælde, hvor beholdningen af aktier i det pågældende selskab pr. 1/1 1962 er erhvervet ad flere gange forud for den 1/1 1962 isoleret for hver enkelt erhvervelse, således at den formueskattepligtige værdi kan erstatte den faktiske anskaffelsessum for nogle erhvervelser, mens den faktiske anskaffelsessum kan anvendes for andre erhvervelser. Denne fremgangsmåde kan dog i henhold til Skattedepartementets cirkulære af 6. juni 1963 ikke anvendes, hvor der mellem de enkelte erhvervelser er en sammenhæng, som tilfældet vil være, hvis én aktiepost er erhvervet ved køb eller arv, og denne aktiepost har givet adgang til nytegnning af yderligere aktier eller friaktier. For de nytegnede aktier eller friaktierne kan den faktiske anskaffelsessum ikke erstattes af formueværdien den 1/1 1962; der må i disse tilfælde beregnes en samlet anskaffelsessum for moderaktierne og de nytegnede aktier eller friaktierne på grundlag af de faktiske afholdte udgifter, og denne anskaffelsessum må sammenlignes med den formueskattepligtige værdi pr. 1/1 1962.

Ved opgørelsen af anskaffelsessummen medregnes friaktier modtaget før 1/1 1962 til parikurs, hvormed de er blevet indkomstbeskattet hos aktionærene. Friaktier modtaget efter 1/1 1962 medregnes derimod ikke ved opgørelsen af anskaffelsessummen.

Ved samlet afhændelse af alle en aktionærs aktier i et selskab opgøres fortjeneste eller tab ved at trække den efter foranstående principper opgjorte anskaffelsessum fra afståelsessummen.

Hvor kun en del af en aktionærs aktier afhændes, er det i lovens § 7, stk. 2, fastsat, hvordan anskaffelsessum for de afhændede aktier skal beregnes. Dette skal ske ved en fordeling af den samlede anskaffelsessum for aktionærens samtlige aktier på den afhændede aktiepost og den del, han beholder. En regel, hvorefter den faktiske anskaffelsessum for den solgte aktie altid skulle lægges til grund ved opgørelsen af fortjeneste eller tab, ville kunne misbruges under det gennemførte system. Et selskab, hvis aktier noteres til en høj kurs, ville f.eks. kunne udvide sin aktiekapital ved udstedelse af friaktier eller ved nytegning til parikurs. Kapitaludvidelsen ville som regel medføre, at værdien af de oprindelige aktier gik ned. Aktionærerne ville derfor have mulighed for at sælge af de oprindelige aktier, medens de beholder de nyudstedte. Hvis den faktiske anskaffelsessum for de enkelte aktier skulle lægges til grund, ville der ved salget af de gamle aktier blive konstateret et tab, som ville være fradragsberettiget, selv om tabet i realiteten skyldtes, at værdien ved kapitaludvidelsen var overført til de ny aktier, som aktionærerne forudsættes at beholde.

Lovens system, hvorefter fortjeneste eller tab beregnes ved fra afståelsessummen at trække den del af den samlede anskaffelsessum for alle aktionærens aktier i det pågældende selskab, som ved en forholdsmæssig beregning kan henføres til den afståede aktiepost, indebærer, at den del af den samlede anskaffelsessum, som henføres til de beholdne aktier, skal indgå i beregningen af fortjeneste eller tab ved senere afhændelser af den resterende beholdning. Dette forudsætter et omhyggeligt regnskab over enhver bevægelse i aktiebeholdningen.

Efter loven foretages fordelingen af den samlede anskaffelsessum på grundlag af kursforholdene på afståelsestidspunktet. Hvis der er tale om aktier med samme rettigheder, vil kursen på de beholdne aktier og de afståede aktier være af samme størrelse, og den forholdsmæssige fordeling vil derfor lettere kunne foretages på grundlag af den beholdne og den afståede posts pålydende værdi. Når det i loven er fastsat, at beregningen skal foretages på grundlag af kursforholdene på afhændelsestidspunktet,

skyldes det, at beregningen på denne måde er nødvendig i de tilfælde, hvor aktionærens samlede aktiebeholdning i det pågældende selskab er sammensat af aktier med forskellige rettigheder.

Allerede ved tildeling af tegningsrettigheder til et selskabs aktionærer vil det ofte forekomme, at en del af den oprindelige aktiekapitals kursværdi overføres til de aktier, der åbnes adgang til at nytegne. Det har derfor været nødvendigt at bestemme, at tegningsret til aktier ved opgørelsen af fortjeneste eller tab skal betragtes som aktier, der er erhvervet med forpligtelse til at erlægge det beløb, der skal indbetales i forbindelse med aktietegningen. Herved har man opnået, at den, der sælger en tegningsret, stilles på samme måde som den, der udnytter tegningsretten ved at tegne en aktie og derefter sælge den.

Udover de foran beskrevne regler findes der særlige regler om beskatning af medlemmer af investeringsforeninger i lov nr. 166 af 16. maj 1962. Denne lov gælder for medlemmer af foreninger, der henvender sig til større kredse af befolkningen, og som alene har til formål at anbringe medlemmernes midler i værdipapirer. Hvis der udstedes omsættelige beviser for medlemmernes indskud, gælder lovens regler ikke. Lovens regler går i hovedtræk ud på, at medlemmerne til den almindelige indkomst skal medregne renter og udbytter, som er tilskrevet deres konto i foreningen. Den øvrige fortjeneste eller tab, som hidrører fra f.eks. kursændringer, salg af tegningsrettigheder m.v., skal beskattes, men først i det indkomstår, hvori der hæves af indskuddet og kun i det omfang, fortjeneste eller tab vedrører den del af indskuddet, der hæves. Som nævnt gælder denne lovs regler ikke i tilfælde, hvor der er udstedt omsættelige værdipapirer, f.eks. som tilfældet er med Aktie-Forvaltningsinstituttet. Ejere af sådanne omsættelige beviser skal til den almindelige indkomst medregne alt, hvad der udloddes, uanset om udlodningen delvis hidrører fra f.eks. provenu fra salg af tegningsret. Ved afhændelse af det omsættelige bevis opgøres og beskattes fortjeneste eller tab, som om der var tale om en aktie.

I bekendtgørelse af 27. maj 1964 er der givet særlige regler om beskatning og afgiftsberigtigelse ved sammenslutning af banker. De aktier i det oplugende selskab, som aktionærerne i det opløste selskab måtte modtage som vederlag for deres aktier i dette selskab, skal ved op-

gøreisen af aktionærernes almindelige eller særlige indkomst behandles, som om de var anskaffet af aktionærerne på samme tidspunkter og for samme beløb som aktierne i det opløste selskab. I bekendtgørelsen, der foreløbig gælder for finansåret 1964/65, er der i øvrigt givet beskatningsregler for det opløste og det opslugende selskab.

#### **IV. Beskatning af ejere af obligationer.**

Ejere af obligationer beskattes i henhold til statsskattelovens § 4 e af rente af obligationerne. Renten indkomstbeskattes, når den er forfalden. Der er således ikke pligt til ved indkomstopgørelsen at medregne påløbne renter fra sidste termin indtil indkomstårets udløb. Skattepligten omfatter kun den rente, der er påløbet og forfalden inden for det tidsrum, i hvilket obligationsejeren har ejet det rentebærende papir. Ved køb efter 1/7 af obligationer, der har renteterminer 2/1 og 1/7, skal obligationskøberen, der har kalenderåret som regnskabsår, ikke i købsåret indkomstbeskattes af nogen renteindtægt. Den rente, som han har godtgjort sælgeren ved købet, kan efter praksis ikke fratrækkes i købsåret, men skal først tages i betragtning, når renten pr. 2/1 beskattes. - Obligationssælgeren skal indkomstbeskattes af den rentegodtgørelse, han får ved salget, i det år, hvori salget sker.

Fortjeneste eller tab ved afhændelse eller udtrækning af obligationer skal i henhold til statsskattelovens § 5 a kun beskattes, hvis salg henhører til vedkommendes næringsvej eller er foretaget i spekulationshensigt. Statsskattelovens regler om spekulationsfortjenester er således kun ophævet for så vidt angår aktier. Samtidig med ændringen af reglerne om beskatning af aktionærer blev der dog for obligationsspekulanter gennemført en ændring af de herom ifølge ligningsloven gældende regler. Forud for 1/1 1962 kunne spekulationsstab kun fradrages i anden i indkomsten medregnet spekulationsfortjeneste. Denne regel er i ligningslovens § 16 ophævet med virkning fra 1/1 1962, således at spekulationsstab fra denne dato fuldt ud kan fradrages i enhver indkomst.

I ligningslovens § 4 er der givet særlige regler om fortjeneste på obligationer, pantebreve og fordringer, som tilfalder banker, forsikringselskaber og andre virksomheder, der som et normalt led i deres almindelige virksomhed anbringer midler i sådanne værdipapirer. Fortjeneste eller tab ved afhændelse eller udtrækning

skal for disse skattepligtige medregnes til den almindelige indkomst.

Om bankernes indkomstopgørelse bemærkes, at indkomsten hidrørende fra værdipapirer opgøres efter to forskellige principper. Ifølge lovgivningen er det hovedreglen, at fortjeneste eller tab på værdipapirer skal tages i betragtning ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst, når værdipapirerne afhændes, således at der i afhændelsesåret foretages beskatning af forskellene mellem købs- og salgssum. Dette princip er i praksis det dominerende, men allerede før statsskatteloven af 1922 var der nogle banker, der ved indkomstopgørelsen behandlede beholdningen af værdipapirer på samme måde, som en forretningsdrivende behandler en beholdning af varer. Dette princip fører til, at disse banker lader urealiseret kursavance og kurstab påvirke den skattepligtige indkomst. De to forskellige principper er godkendt ved en højesteretsdom af 23. oktober 1920. Af dommen fremgår det, at urealiseret kursavance lige så vel kan falde inden for som uden for en banks skattepligtige indkomst. Af samme dom fremgår det, at en bank, der i en årrække har benyttet den fremgangsmåde at tage urealiseret kursavance eller tab i betragtning, ikke skal være berettiget til at ændre princip.

I ligningslovens § 4 fastslås realisationsprincippet som det dominerende princip for obligationers vedkommende, men der var adgang til for ligningsrådet at godkende, at banker, der ønskede det, fortsat kunne anvende lagerprincippet. Ved gennemførelsen af reglerne om beskatning af aktier blev der på tilsvarende måde i lov om særlig indkomstskat § 7, stk. 4, givet adgang til efter ansøgning at bibeholde lagerprincippet for de banker, som før 1/1 1962 anvendte denne metode. Kun få banker har benyttet sig af denne mulighed. Det tilføjes, at banker - hvad enten de benytter den ene eller den anden metode - ikke har mulighed for at foretage hensættelser eller nedskrivninger til imødegåelse af tab på værdipapirbeholdningen med virkning for den skattepligtige indkomst.

#### **V. Undtagelser fra beskatning af afkastet af værdipapirer.**

Ved bedømmelsen af de i det foranstående beskrevne regler om beskatning af fortjeneste eller tab ved afhændelse af værdipapirer og om beskatning af renter og udbytter må det tages i betragtning, at andre skatteretlige regler fører

til, at et betydeligt antal ejere af værdipapirer slet ikke skal beskattes af afkastet af værdipapirer.

Personer, der er bosat her i landet, vil være undergivet fuldt skattepligt og skal således beskattes af alle deres indtægter. Personer, der er bosat i udlandet, men som her i landet ejer fast ejendom eller deltager i næring eller virksomhed her i landet, beskattes af den indtægt, der hidrører fra virksomheden. En person, der er bosat i udlandet, vil derimod ikke være skattepligtig af værdipapirer anbragt i Danmark, medmindre der er tale om fideikommiskapitaler, herunder kapitaler båndlagt i overensstemmelse med reglerne i lov nr. 563 af 4. oktober 1919, § 4.

De for offentligt skiftede dødsboer gældende regler medfører, at dødsboer kun i et vist omfang beskattes af renter og udbytter og af fortjenester ved afhændelse. De løbende indtægter beskattes kun i de offentligt skiftede dødsboer, for så vidt dødsboet er under offentligt skifte ved et skatteårs begyndelse og har været under offentligt skifte i hele det foregående kalenderår. Indtægter og formuegevinster, indvundet fra skiftets begyndelse indtil udgangen af det kalenderår, hvori skiftet påbegyndes, kommer ikke til beskatning. Indtægter og formuegevinster fra 1. januar i det kalenderår, hvori boet sluttes, indtil boets slutning kommer ej heller til beskatning. I de dødsboer, hvor behandlingen udstrækkes over en så lang periode, at der bliver tale om indkomstskattepligt, gennemføres be-

skatningen af fortjeneste eller tab på værdipapirer uafhængigt af den afdødes skattemæssige stilling. Kun kurssvingninger fra boets registrering indtil afhændelsen tages i betragtning.

Aktieselskaber og andre selskaber, i hvilket ingen af deltagerne hæfter personligt for selskabets forpligtelser, og som fordeler overskud i forhold til deltagernes i selskabet indskudte kapital, kan fritages for skattepligt, når den altovervejende del af aktiekapitalen ejes af en forening med almenvelgørende formål.

Kooperative virksomheder beskattes ikke af renter og udbytter af værdipapirer og ej heller af fortjeneste eller tab ved afhændelsen.

Andre foreninger, korporationer, stiftelser, legater og selvejende institutioner beskattes kun af indtægt ved erhvervsmæssig virksomhed, hvortil ikke henregnes løbende indtægter af værdipapirer og formuegevinster hidrørende fra værdipapirer.

Af lov om beskatning af aktieselskaber m.v. fremgår det, at følgende helt er undtaget fra skattepligt: staten og statsinstitutioner, kommuner og kommunale virksomheder, anerkendte trossamfund, havne, el-, gas- og vandværker, skoler, hospitaler, sygehuse, anerkendte børnehjem, kredit- og hypotekforeninger, reallånefonds, sparekasser, anerkendte boligselskaber og Nationalbanken.

*København, den 11. december 1964*

Poul Olsen



# Sammenligning mellem Handelsministeriets beregning over kursudviklingen 1954-1964 og udvikling i aktieindex.

## Kursudvikling incl. korrektion for kapitaludvidelser

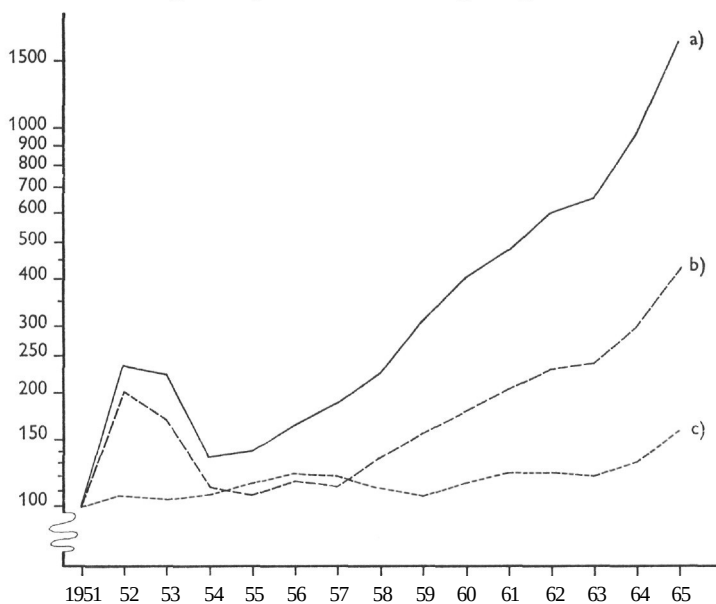
| År        | Industri                |                                |                                  |                  | Handel                                 |                                  |
|-----------|-------------------------|--------------------------------|----------------------------------|------------------|----------------------------------------|----------------------------------|
|           | Handelsmin.'s beregning |                                | Danmarks<br>Statistisks<br>index | Palsbys<br>index | HM's beregn.<br>13 off. not.<br>selsk. | Danmarks<br>Statistisks<br>index |
|           | 82<br>selskaber         | heraf 58<br>officielt noterede |                                  |                  |                                        |                                  |
| Ult. 1953 | 100                     | 100                            | 100                              | 100              | 100                                    | ..                               |
| 1954      | 106                     | 107                            | 107                              | 107              | 110                                    | ..                               |
| 1955      | 120                     | 122                            | 121                              | 122              | 122                                    | 122                              |
| 1956      | 138                     | 141                            | 143                              | 134              | 151                                    | 141                              |
| 1957      | 125                     | 127                            | 124                              | 120              | 123                                    | 123                              |
| 1958      | 147                     | 151                            | 148                              | 146              | 150                                    | 150                              |
| 1959      | 187                     | 192                            | 186                              | 186              | 202                                    | 196                              |
| 1960      | 196                     | 198                            | 189                              | 177              | 203                                    | 200                              |
| 1961      | 197                     | 196                            | 186                              | 177              | 199                                    | 200                              |
| 1962      | 196                     | 194                            | 186                              | 187              | 202                                    | 211                              |
| 1963      | 202                     | 201                            | 197                              | 193              | 219                                    | 222                              |
| 1964      | 215                     | 213                            | 214                              |                  | 245                                    | 243                              |

| År        | Rederier        |                              |                                  |                  | Banker                                   |                                  |                  |
|-----------|-----------------|------------------------------|----------------------------------|------------------|------------------------------------------|----------------------------------|------------------|
|           | HM's beregning  |                              | Danmarks<br>Statistisks<br>index | Palsbys<br>index | HM's<br>bereg.<br>10 off.<br>not. selsk. | Danmarks<br>Statistisks<br>index | Palsbys<br>index |
|           | 18<br>selskaber | heraf 15 off.<br>not. selsk. |                                  |                  |                                          |                                  |                  |
| Ult. 1953 | 100             | 100                          | 100                              | 100              | 100                                      | 100                              | 100              |
| 1954      | 114             | 116                          | 113                              | 111              | 103                                      | 103                              | 103              |
| 1955      | 160             | 158                          | 156                              | 160              | 111                                      | 112                              | 114              |
| 1956      | 224             | 213                          | 206                              | 235              | 122                                      | 121                              | 127              |
| 1957      | 174             | 169                          | 164                              | 184              | 113                                      | 112                              | 118              |
| 1958      | 176             | 175                          | 171                              | 186              | 149                                      | 143                              | 158              |
| 1959      | 209             | 203                          | 195                              | 196              | 165                                      | 160                              | 179              |
| 1960      | 220             | 212                          | 198                              | 199              | 174                                      | 168                              | 186              |
| 1961      | 219             | 203                          | 190                              | 203              | 180                                      | 175                              | 197              |
| 1962      | 193             | 175                          | 158                              | 177              | 214                                      | 206                              | 228              |
| 1963      | 223             | 208                          | 196                              | 190              | 234                                      | 228                              | 250              |
| 1964      | 232             | 218                          | 205                              |                  | 237                                      | 236                              |                  |

Note: Handelsministeriets beregninger omfatter ialt 110 officielt noterede og 27 efterbørsnoterede selskaber for samtlige brancher. Danmarks Statistiks kursindex omfatter ialt 71 officielt noterede selskaber.



*Udvikling i obligationsudstedelse og obligationsrente.*



a) index for stigning i cirkulerende obligationer.

b) index for forholdet mellem stigning i cirkulerende obligationer og opsparing - d.v.s. (a) divideret med index for samlet opsparing.

c) index for effektiv rente af Østifternes Kreditforening 16. serie, 5 pct.

Kilde: Beregnet på grundlag af nationalregnskabets oplysninger om samlet opsparing samt oplysninger om obligationsudstedelse og obligationsrente i Nationalbankens Monetary Review.



Skema vedr. overensstemmelse mellem kursudvikling og ændringer i obligationsudbuddet.  
(Se note side 4.)

|                 | Stigning i cirkul. obligationer |           | Nationalbankens nettokøb<br>(bogført værdi) | "Markedsforsyning"<br>(2-3) | Obligationsomsætning<br>på Børsen | Tilsammen             |                        |
|-----------------|---------------------------------|-----------|---------------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------|-----------------------|------------------------|
|                 | nom. værdi                      | kursværdi |                                             |                             |                                   | mindst én<br>+ faktor | alle fem<br>+ faktorer |
|                 | 1.                              | 2.        | 3.                                          | 4.                          | 5.                                | 6.                    | 7.                     |
| 1961            |                                 |           |                                             |                             |                                   |                       |                        |
| Februar .....   | +                               | +         | +                                           | +                           | +                                 | +                     | +                      |
| Marts .....     | +                               | +         | —                                           | —                           | +                                 | +                     |                        |
| April .....     | —                               | —         | —                                           | —                           | —                                 | +                     |                        |
| Maj .....       | +                               | +         | +                                           | +                           | +                                 | +                     |                        |
| Juni .....      | —                               | —         | —                                           | —                           | +                                 | +                     |                        |
| Juli .....      | +                               | +         | +                                           | +                           | +                                 | +                     | +                      |
| August .....    | +                               | +         | +                                           | +                           | +                                 | +                     | +                      |
| September ..... | +                               | +         | —                                           | +                           | —                                 | +                     |                        |
| Oktober .....   | +                               | +         | +                                           | +                           | —                                 | +                     |                        |
| November .....  | +                               | +         | +                                           | +                           | +                                 | +                     | +                      |
| December .....  | +                               | +         | +                                           | +                           | +                                 | +                     | +                      |
| 1962            |                                 |           |                                             |                             |                                   |                       |                        |
| Januar .....    | —                               | +         | —                                           | —                           | —                                 | +                     |                        |
| Februar .....   | +                               | +         | —                                           | +                           | —                                 | +                     |                        |
| Marts .....     | —                               | —         | +                                           | —                           | +                                 | +                     |                        |
| April .....     | +                               | +         | +                                           | +                           | +                                 | +                     | +                      |
| Maj .....       | —                               | —         | —                                           | —                           | —                                 | —                     |                        |
| Juni .....      | —                               | +         | +                                           | +                           | +                                 | +                     |                        |
| Juli .....      | +                               | +         | +                                           | +                           | +                                 | +                     | +                      |
| August .....    | +                               | +         | +                                           | +                           | +                                 | +                     | +                      |
| September ..... | —                               | —         | —                                           | —                           | —                                 | —                     |                        |
| Oktober .....   | +                               | +         | —                                           | +                           | +                                 | +                     |                        |
| November .....  | +                               | +         | —                                           | +                           | +                                 | +                     |                        |
| December .....  | +                               | +         | +                                           | +                           | —                                 | +                     |                        |
| 1963            |                                 |           |                                             |                             |                                   |                       |                        |
| Januar .....    | —                               | —         | —                                           | —                           | —                                 | —                     |                        |
| Februar .....   | —                               | —         | +                                           | —                           | —                                 | +                     |                        |
| Marts .....     | +                               | +         | —                                           | +                           | +                                 | +                     |                        |
| April .....     | +                               | +         | +                                           | +                           | +                                 | +                     | +                      |
| Maj .....       | +                               | +         | +                                           | +                           | +                                 | +                     | +                      |
| Juni .....      | +                               | +         | +                                           | +                           | +                                 | +                     | +                      |
| Juli .....      | —                               | —         | —                                           | —                           | —                                 | —                     |                        |
| August .....    | —                               | —         | —                                           | —                           | +                                 | +                     |                        |
| September ..... | +                               | +         | +                                           | +                           | +                                 | +                     | +                      |
| Oktober .....   | —                               | —         | —                                           | —                           | —                                 | —                     |                        |
| November .....  | +                               | —         | +                                           | +                           | —                                 | +                     |                        |
| December .....  | +                               | —         | +                                           | +                           | +                                 | +                     |                        |
| 1964            |                                 |           |                                             |                             |                                   |                       |                        |
| Januar .....    | +                               | +         | +                                           | +                           | +                                 | +                     | +                      |
| Februar .....   | +                               | +         | —                                           | —                           | +                                 | +                     |                        |
| Marts .....     | —                               | +         | +                                           | +                           | —                                 | +                     |                        |
| April .....     | —                               | —         | —                                           | —                           | —                                 | —                     |                        |
| Maj .....       | +                               | —         | +                                           | +                           | —                                 | +                     |                        |
| Juni .....      | —                               | —         | —                                           | —                           | +                                 | +                     |                        |
| Juli .....      | +                               | +         | +                                           | +                           | +                                 | +                     | +                      |
| August .....    | —                               | —         | +                                           | +                           | —                                 | +                     |                        |
| September ..... | —                               | —         | —                                           | —                           | +                                 | +                     |                        |
| Oktober .....   | +                               | —         | —                                           | —                           | +                                 | +                     |                        |
| November .....  | —                               | —         | +                                           | +                           | —                                 | +                     |                        |
| December .....  | +                               | +         | —                                           | —                           | +                                 | +                     |                        |

(fortsættes næste side)

|                 | Stigning i cirkul. obligationer |           | Nationalbankens nettokøb<br>(bogført værdi) | "Markedsforsyning"<br>(2-3) | Obligationsomsætning<br>på Børsen | Tilsammen             |                        |
|-----------------|---------------------------------|-----------|---------------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------|-----------------------|------------------------|
|                 | nom. værdi                      | kursværdi |                                             |                             |                                   | mindst én<br>+ faktor | alle fem<br>+ faktorer |
|                 | 1.                              | 2.        | 3.                                          | 4.                          | 5.                                | 6.                    | 7.                     |
| 1965            |                                 |           |                                             |                             |                                   |                       |                        |
| Januar .....    | —                               | —         | +                                           | +                           | —                                 | +                     | +                      |
| Februar .....   | +                               | +         | +                                           | +                           | +                                 |                       | +                      |
| Marts .....     | —                               | —         | +                                           | —                           | —                                 | +                     |                        |
| April .....     | —                               | —         | —                                           | —                           | —                                 | —                     |                        |
| Maj .....       | +                               | +         | —                                           | +                           | +                                 | +                     |                        |
| Juni .....      | —                               | —         | +                                           | —                           | +                                 | +                     |                        |
| Juli .....      | —                               | —         | —                                           | —                           | —                                 | +                     |                        |
| August .....    | +                               | +         | —                                           | +                           | +                                 | +                     |                        |
| September ..... | +                               | +         | +                                           | +                           | +                                 | +                     | +                      |
| Oktober .....   | +                               | +         | +                                           | +                           | +                                 | +                     | +                      |
| November .....  | —                               | +         | +                                           | —                           | +                                 | +                     |                        |
| December .....  | +                               | +         | —                                           | —                           | +                                 | +                     |                        |
| Ialt 59 mdr.:   |                                 |           |                                             |                             |                                   |                       |                        |
| heraf: +        | 35                              | 35        | 34                                          | 35                          | 37                                | 52                    |                        |
| ” —             | 24                              | 24        | 25                                          | 24                          | 22                                | 7                     | 18                     |

Note: + betegner, at kursudviklingen ikke er i modstrid med Nationalbankens køb eller bevægelsen i obligationsudbuddet. F. eks. at stigning eller uændret omsætning ikke ledsages af kursstigning (rentefald), eller f. eks. at kursfald (rentestigning) ikke er indtruffet samtidig med, at Nationalbankens køb (kol. 3) har oversteget 10 pct. af udbuddet - betegner omvendt modstrid mellem udbudsbevægelser og kursudvikling.

## Obligationsrente samt udstedelse og omsætning af obligationer.

For at illustrere, hvilken forbindelse der eventuelt kan påvises mellem obligationsrenten og markedets forsyning med obligationer, er i omstående tabeller givet oplysninger om de månedsvise ændringer i den cirkulerende obligationsmasse til nominel værdi og anslået kursværdi, Nationalbankens nettokøb af obligationer, Børsens obligationsomsætning samt den effektive rente af en typisk kreditforeningsobligation (Østifternes 16' serie, 5 pct.) i tidsrummet januar 1961-december 1965.

I det efterfølgende skema er vist, i hvilket omfang der har været overensstemmelse mellem kursudviklingen og bevægelserne i udbudet samt Nationalbankens køb. (Jvf. note til oversigten side 4.) I 22-25 tilfælde af de viste 59 måneder har bevægelser i udbudsfaktorerne og Nationalbankens køb været i modstrid med kursudviklingen. I 7 tilfælde ud af 59 var bevægelsen i samtlige faktorer i modstrid med kursudviklingen, og kun i 18 tilfælde stred ingen af de viste faktorer med kursudviklingen.

*Månedlig udvikling i obligationsforsyning, omsætningen på Børsen og den lange rente.*

|                 | Stigning i cirkul. obligationer |           | Nationalbankens nettokøb (bogført værdi) | »Markedsforsyning« (2-3) | Obligationsomsætning på Børsen | Effektiv rente af Østift. 16. Serie 5 pct. p.a. (ultimo) |
|-----------------|---------------------------------|-----------|------------------------------------------|--------------------------|--------------------------------|----------------------------------------------------------|
|                 | nom. værdi                      | kursværdi |                                          |                          |                                |                                                          |
|                 | 1                               | 2         | 3                                        | 4                        | 5                              | 6                                                        |
| 1961:           | mill. kr.                       | mill. kr. | mill. kr.                                | mill. kr.                | mill. kr.                      |                                                          |
| Januar .....    | 110                             | 83        | - 33                                     | 116                      | 53                             | 6,29                                                     |
| Februar .....   | 161                             | 130       | - 5                                      | 135                      | 39                             | 6,29                                                     |
| Marts .....     | 185                             | 157       | 30                                       | 127                      | 62                             | 6,41                                                     |
| April .....     | 176                             | 141       | 23                                       | 118                      | 51                             | 6,55                                                     |
| Maj .....       | 210                             | 168       | 17                                       | 151                      | 81                             | 6,81                                                     |
| Juni .....      | 127                             | 100       | 19                                       | 81                       | 82                             | 6,91                                                     |
| Juli .....      | 235                             | 189       | 9                                        | 180                      | 80                             | 7,01                                                     |
| August .....    | 241                             | 194       | 18                                       | 176                      | 62                             | 7,01                                                     |
| September ..... | 170                             | 121       | - 27                                     | 148                      | 102                            | 6,88                                                     |
| Oktober .....   | 190                             | 143       | - 6                                      | 149                      | 75                             | 6,94                                                     |
| November .....  | 251                             | 182       | 15                                       | 167                      | 77                             | 7,16                                                     |
| December .....  | 148                             | 114       | - 10                                     | 124                      | 70                             | 7,14                                                     |
| Året .....      | 2.204                           | 1.722     | 50                                       | 1.672                    | 834                            |                                                          |
| 1962:           |                                 |           |                                          |                          |                                |                                                          |
| Januar .....    | 193                             | 143       | - 49                                     | 192                      | 102                            | 7,12                                                     |
| Februar .....   | 155                             | 115       | - 22                                     | 137                      | 135                            | 7,01                                                     |
| Marts .....     | 237                             | 189       | - 4                                      | 193                      | 120                            | 6,94                                                     |
| April .....     | 137                             | 107       | 1                                        | 106                      | 72                             | 6,79                                                     |
| Maj .....       | 253                             | 200       | - 36                                     | 236                      | 125                            | 6,63                                                     |
| Juni .....      | 144                             | 111       | 36                                       | 75                       | 108                            | 6,54                                                     |
| Juli .....      | 263                             | 218       | 67                                       | 151                      | 67                             | 6,54                                                     |
| August .....    | 291                             | 243       | 2                                        | 241                      | 106                            | 6,56                                                     |
| September ..... | 216                             | 172       | 80                                       | 92                       | 80                             | 6,63                                                     |
| Oktober .....   | 296                             | 231       | 107                                      | 124                      | 116                            | 6,73                                                     |
| November .....  | 359                             | 268       | 94                                       | 174                      | 132                            | 6,93                                                     |
| December .....  | 198                             | 151       | 96                                       | 55                       | 142                            | 6,91                                                     |
| Året .....      | 2.742                           | 2.148     | 372                                      | 1.776                    | 1.305                          |                                                          |

(fortsættes næste side)

|                 | Stigning i cirkul. obligationer |                  | Nationalbankens<br>nettokøb<br>(bogført værdi) | "Markeds-<br>forsyning"<br>(2-3) | Obligationsom-<br>sætning på<br>Børsen | Effektiv rente<br>af Østift. 16'<br>Serie 5 pct. p. a.<br>(ultimo) |
|-----------------|---------------------------------|------------------|------------------------------------------------|----------------------------------|----------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
|                 | nom. værdi<br>1.                | kurs værdi<br>2. |                                                |                                  |                                        |                                                                    |
|                 | mill. kr.                       | mill. kr.        | mill. kr.                                      | mill. kr.                        | mill. kr.                              | mill. kr.                                                          |
| <b>1963:</b>    |                                 |                  |                                                |                                  |                                        |                                                                    |
| Januar .....    | 307                             | 239              | - 78                                           | 317                              | 157                                    | 6,77                                                               |
| Februar .....   | 230                             | 177              | - 2                                            | 179                              | 102                                    | 6,79                                                               |
| Marts .....     | 305                             | 243              | 63                                             | 180                              | 118                                    | 6,84                                                               |
| April .....     | 247                             | 190              | 34                                             | 156                              | 74                                     | 6,79                                                               |
| Maj .....       | 327                             | 251              | - 37                                           | 288                              | 86                                     | 6,82                                                               |
| Juni .....      | 161                             | 120              | 45                                             | 75                               | 99                                     | 6,82                                                               |
| Juli .....      | 357                             | 294              | - 90                                           | 384                              | 124                                    | 6,68                                                               |
| August .....    | 370                             | 307              | - 83                                           | 390                              | 124                                    | 6,47                                                               |
| September ..... | 288                             | 237              | 53                                             | 184                              | 109                                    | 6,47                                                               |
| Oktober .....   | 375                             | 317              | - 49                                           | 366                              | 112                                    | 6,34                                                               |
| November .....  | 368                             | 304              | 132                                            | 172                              | 142                                    | 6,26                                                               |
| December .....  | 273                             | 229              | 142                                            | 87                               | 101                                    | 6,22                                                               |
| Året .....      | 3.608                           | 2.908            | 130                                            | 2.778                            | 1.348                                  |                                                                    |
| <b>1964:</b>    |                                 |                  |                                                |                                  |                                        |                                                                    |
| Januar .....    | 325                             | 268              | -22                                            | 290                              | 162                                    | 6,26                                                               |
| Februar .....   | 333                             | 278              | 88                                             | 190                              | 195                                    | 6,55                                                               |
| Marts .....     | 338                             | 287              | -7                                             | 294                              | 171                                    | 6,63                                                               |
| April .....     | 316                             | 236              | 44                                             | 192                              | 151                                    | 6,77                                                               |
| Maj .....       | 360                             | 268              | 4                                              | 264                              | 104                                    | 6,92                                                               |
| Juni .....      | 215                             | 158              | -8                                             | 166                              | 158                                    | 7,13                                                               |
| Juli .....      | 435                             | 332              | 28                                             | 304                              | 170                                    | 7,10                                                               |
| August .....    | 419                             | 323              | 17                                             | 306                              | 122                                    | 7,24                                                               |
| September ..... | 387                             | 296              | 41                                             | 255                              | 153                                    | 7,54                                                               |
| Oktober .....   | 437                             | 302              | 80                                             | 222                              | 199                                    | 7,99                                                               |
| November .....  | 410                             | 282              | 30                                             | 252                              | 178                                    | 8,16                                                               |
| December .....  | 412                             | 283              | 138                                            | 145                              | 240                                    | 8,23                                                               |
| Året .....      | 4387                            | 3313             | 433                                            | 2880                             | 2003                                   |                                                                    |
| <b>1965:</b>    |                                 |                  |                                                |                                  |                                        |                                                                    |
| Januar .....    | 307                             | 220              | 13                                             | 197                              | 168                                    | 8,30                                                               |
| Februar .....   | 368                             | 255              | 15                                             | 240                              | 146                                    | 8,30                                                               |
| Marts .....     | 521                             | 358              | 88                                             | 270                              | 230                                    | 8,26                                                               |
| April .....     | 389                             | 265              | 123                                            | 142                              | 208                                    | 8,54                                                               |
| Maj .....       | 490                             | 309              | 171                                            | 138                              | 235                                    | 9,00                                                               |
| Juni .....      | 815                             | 525              | 19                                             | 506                              | 166                                    | 8,81                                                               |
| Juli .....      | 680                             | 463              | 210                                            | 253                              | 276                                    | 8,89                                                               |
| August .....    | 725                             | 494              | 238                                            | 265                              | 239                                    | 9,01                                                               |
| September ..... | 660                             | 449              | 301                                            | 148                              | 265                                    | 9,00                                                               |
| Oktober .....   | 672                             | 450              | 136                                            | 314                              | 129                                    | 8,97                                                               |
| November .....  | 672                             | 440              | -4                                             | 444                              | 131                                    | 8,78                                                               |
| December .....  | 692                             | 462              | 64                                             | 398                              | 225                                    | 8,90                                                               |
| Året .....      | 6994                            | 4690             | 1374                                           | 3315                             | 2418                                   | 8,72                                                               |

Kilde: Børsens Årsoversigter og oplysninger fra Børsen samt Nationalbankens Monetary Review og beregninger af månedlige kursværdier på grundlag heraf.  
 Kol. 5, Børsomsætning: Nominelle værdier.



Den 16. december 1965

## Meddelelse til de børsnoterede selskaber.

Bestyrelsen for Københavns Fondsbørs har på en række møder drøftet betimeligheden af en henvendelse til samtlige børsnoterede aktieselskaber angående de regnskabsmæssige oplysninger, der igennem selskabernes årlige regnskaber, gennem dagspressen og på anden måde tilgår offentligheden.

Som det vil være selskaberne bekendt, indeholder fondsbørsvedtægten bestemmelser om, at generalforsamlingen i et selskab, hvis aktier noteres på børsen, skal være offentlig og med adgang for pressen, at regnskabet skal være tilgængeligt for offentligheden, at udbyttet skal bekendtgøres i mindst ét københavnsk dagblad og kan hæves i København, samt at udvidelse af aktiekapitalen i reglen skal foregå efter offentlig tegningsydelse, og således at de nye aktier forlods tilbydes selskabets aktionærer, medmindre udvidelsen sker som betaling for hel eller delvis overtagelse af bestående virksomhed eller ved udstedelse af fondsaktier.

Disse bestemmelser, der tager sigte på at give aktionærerne og offentligheden nødvendige oplysninger om forretningsvirksomheden, må ses i sammenhæng med aktieselskabslovens regler om regnskabsaflæggelse og anvendelse af overskud og er således de bestemmelser, som i henhold til gældende lov må iagttages af alle børsnoterede selskaber.

Gennem den seneste tid har spørgsmålet om yderligere information fra selskabernes side end den i lovgivningen foreskrevne været gjort til genstand for overvejelser i fondsbørsbestyrelsen, bl.a. ud fra den betragtning, at det er af betydning, at det kapitalinvesterende publikum kan få så fyldige oplysninger som muligt om de selskaber, i hvis aktier man ønsker at placere opsparet kapital, og at det derfor bør tilstræbes, at selskaberne ad frivillighedens vej supplerer de i lovgivningen indeholdte regler om de regnskabsmæssige forhold med yderligere oplysninger på forskellige punkter, således at selskaber-

ne igennem regnskaberne og de til disse knyttede bemærkninger kan give det investerende publikum så god vejledning som muligt angående forretningsvirksomheden.

Bestyrelsen har under sine overvejelser været opmærksom på, at en fortsat udbygning af byerhvervene vil kunne have til forudsætning, at den kapital, der ønskes tilvejebragt, i fremtiden i større omfang end hidtil må hentes fra den private opsparing til finansiering af erhvervslivets investeringer og omsætning. Aktiemarkedet vil fremover kunne få større betydning både for det kapitalplacerende publikum og for erhvervene, der på aktiemarkedet kan skaffe sig den for videre udbygning af erhvervslivet fornødne kapital.

I forskellige lande er børsernes ledelse i samarbejde med selskaberne gået ind for en supplerende af de i lovgivningen indeholdte forskrifter for at gøre det lettere at bedømme forretningsvirksomheden og derved skabe øget interesse for investering i børsnoterede aktier. Spørgsmålet om sådanne yderligere oplysninger vedrørende de børsnoterede selskabers økonomiske og finansielle situation har også flere gange været drøftet i Den internationale Børsunion, af hvilken de fleste vesteuropæiske børser deriblandt Københavns Fondsbørs er medlem.

Fondsbørsbestyrelsen skal specielt pege på værdien af at supplere de regnskabsmæssige beretninger med yderligere oplysninger, f.eks. om omsætningens samlede størrelse, for så vidt det kan ske uden skade for selskabernes interesser. Endvidere vil udsendelse af halvårsberetning i nogle tilfælde kunne være nyttig.

I moderselskaber bør årsberetningen indeholde henvisning til den af datterselskaber drevne virksomhed, ligesom det vil være nyttigt, at koncernstatus offentliggøres.

Oplysning om antallet af de i virksomheden ansatte vil i nogle tilfælde kunne være af betydning.

Adskillige selskaber har for at lette sammenligningen indført den praksis i regnskaberne at anføre de tilsvarende tal for det foregående år. Denne praksis burde følges af alle selskaber.

De trykte årsregnskaber bør indeholde en beretning, og regnskaberne bør så vidt muligt udsendes i rimelig tid før generalforsamlingen til alle de aktionærer, hvis aktier er noteret på

navn, ligesom fondsbørsbestyrelsens kontor bør have tilsendt et passende antal eksemplarer (mindst 50) til omdeling på børsen.

Bestyrelsen er opmærksom på, at nogle selskaber allerede giver ret fyldige oplysninger, men henstiller at alle børsnoterede selskaber tager nærværende henvendelse fra fondsbørsbestyrelsen under overvejelse.

Afskrift af den af Den internationale Sammenslutning af Fondsbørser den 7. juni 1963 vedtagne resolution vedr. børsernes og de noterede selskabers oplysningsvirksomhed.

## Resolution vedrørende oplysning af publikum om noteringsberettigede selskabers virksomhed og om børsforretninger.

### *Oversættelse.*

Delegerede fra børser, der er medlemmer af den Internationale Sammenslutning af Fondsbørser, forsamlede i Paris den 6. og 7. juni 1963, udtaler enstemmigt som deres opfattelse:

- at spredning af klare og objektive oplysninger om den forhandlede vare er en stadig nødvendighed på ethvert offentligt marked;

- at den ønskelige udvidelse af børsmarkederne i stor udstrækning afhænger af de fremskridt, der vil kunne finde sted med hensyn til udbredelsen af fuldstændige og nøjagtige oplysninger om den virksomhed, der udøves af de sammenslutninger, der udsteder de noteringsberettigede værdipapirer, og om de resultater, der opnås af disse sammenslutninger, såvel som om stillingen på disse markeder;

- at endelig behovet for passende oplysninger på disse forskellige områder giver sig udslag, såvel i faglige kredse som hos et større publikum, i en formelig opinionsbevægelse, der har været særlig mærkbar i de sidste år.

De har med tilfredshed bemærket de betydelige fremskridt, der allerede er sket på dette område i deres respektive lande.

De er klare over den indsats, der endnu må gøres for at lede nye kredse af indskydere til børsmarkederne, og har konstateret de forskellige børseres aftale om at studere spørgsmålet og midlerne til at føre en ensartet oplysningspolitik, som hovedsagelig skulle gå ud på:

- at forbedre offentliggørelsen af de tilgrundliggende regnskabsdokumenter: balancer, vindings- og tabskonti, driftskonti;

- at fremkalde en tendens i retning af en konsolidering af balancerne;

- at give udvidede oplysninger af økonomisk og finansiell art udover de rent regnskabsmæssige ved offentliggørelse af en fortegnelse over virksomhedernes vigtigste investeringer i løs og fast ejendom;

- at fremskynde spredningen af disse oplysninger og tilskynde selskaberne til at offentliggøre resultater på tidspunkter, der ligger mellem de sædvanlige datoer for de årlige regnskabsafslutninger;

- at udvide kontrollen med de givne oplysninger på en hvilken som helst måde;

- endelig at fortsætte den almindelige oplysningsvirksomhed over for publikum med hensyn til børsmarkedernes rolle, funktion og virksomhed.

Til opnåelse af disse forskellige mål har de delegerede besluttet at overdrage sagkyndige rapportører fra flere af deres børser det hverv at undersøge problemerne i forbindelse med:

- fremlæggelsen af de noteringsberettigede selskabers regnskabsdokumenter, datoerne for offentliggørelsen af disse dokumenter og mulighederne for en international standardisering;

- konsolideringen af balancerne;

- regnskabernes overskuelighed samt forholdsregler med henblik på eventuelt at højne den faglige status for så vidt angår de personer, der har til hverv at revidere dem;

- oplysningen af publikum med hensyn til selskabernes kapital og foretagendernes virksomhed;

- udbredelsen af kendskabet til børstransaktionerne og disses periodicitet.



## Fortegnelse over internationale kapitalbevægelser og deres placering i OECD's kapitalkode.

Kapital-  
koden<sup>1)</sup>Danmarks  
reserva-  
tioner<sup>2)</sup>

### I. Direkte investeringer.

Investeringer med det formål at etablere varige økonomiske forbindelser med en erhvervsvirksomhed, i særdeleshed sådanne investeringer, som giver mulighed for udøvelse af en effektiv indflydelse på ledelsen af den pågældende virksomhed.

#### A. Investeringer foretaget i indlandet af valutaudlændinge ved:

- |                                                                                                                                                                                      |                   |   |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|---|
| 1. Etablering eller udvidelse af en virksomhed, et datterselskab eller en filial, der fuldt ud tilhører investor, erhvervelse af fuld ejendomsret til en bestemt virksomhed. . . . . | + A <sup>3)</sup> | D |
| 2. Deltagelse i en ny eller bestående virksomhed. . . . .                                                                                                                            | + A <sup>3)</sup> | D |
| 3. Ydelse af langfristet lån (med mindst 5 års løbetid). . . . .                                                                                                                     | + A <sup>3)</sup> |   |

#### B. Investeringer foretaget i udlandet af valutaindlændinge ved:

- |                                                                                                                                                                                        |                   |  |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|--|
| 1. Etablering eller udvidelse af en virksomhed, et datterselskab eller en filial, der fuldt ud tilhører investor, erhvervelse af fuld ejendomsret til en bestående virksomhed. . . . . | + A <sup>3)</sup> |  |
| 2. Deltagelse i en ny eller bestående virksomhed. . . . .                                                                                                                              | + A <sup>3)</sup> |  |
| 3. Ydelse af langfristet lån (med mindst 5 års løbetid). . . . .                                                                                                                       | + A <sup>3)</sup> |  |

### II. Likvidation af direkte investeringer.

A. I udlandet af valutaindlændinge. . . . . + A

B. I indlandet af valutaudlændinge. . . . . + A

### III. Værdipapirers adgang til kapitalmarkederne.

#### A. Indførelse af indenlandske værdipapirer på et udenlandsk kapitalmarked:

- |                                                                                                                               |     |   |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|---|
| 1. Emission ved placering underhånden eller ved offentligt salg af aktier og lignende værdipapirer samt obligationer. . . . . | + B | D |
| 2. Introduktion af aktier og lignende værdipapirer samt obligationer på en anerkendt udenlandsk fondsbørs. . . . .            | + A |   |

#### B. Indførelse af udenlandske værdipapirer på det indenlandske kapitalmarked:

- |                                                                                                                               |                   |   |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|---|
| 1. Emission ved placering underhånden eller ved offentligt salg af aktier og lignende værdipapirer samt obligationer. . . . . | + B               | D |
| 2. Introduktion af aktier og lignende værdipapirer samt obligationer på en anerkendt indenlandsk fondsbørs. . . . .           | + A <sup>4)</sup> | D |

1) De af kapitalkoden helt eller delvis omfattede positioner er markeret med angivelse af, om de er anført på liste A eller på liste B i kapitalkoden. Øvrige positioner er markeret ←.

2) D betegner positioner, over for hvilke Danmark har anmeldt reservationer.

3) Transaktioner og overførsler skal være fri, medmindre:

(i) en investering er af rent finansiell karakter udelukkende bestemt til at give investor indirekte adgang til penge- eller kapitalmarkedet i et andet land.

(ii) en specifik transaktion eller overførsel på grund af investeringsbeløbets størrelse eller af andre årsager vil have ekstraordinært skadelige virkninger på vedkommende medlemslands interesser.

4) Transaktioner og overførsler skal være fri, forudsat at de pågældende værdipapirer er introduceret på en anerkendt fondsbørs i udstedelseslandet. Liberaliseringsforpligtigheden gælder med de modifikationer, der følger af de af de pågældende fondsbørser fastsatte bestemmelser. Medlemslandenes myndigheder må ikke opretholde eller indføre restriktioner, som diskriminerer mod udenlandske værdipapirer.

IV. *Andre former for køb og salg af værdipapirer end de af sektionerne I, II og III omfattede.*

A. Valutaudlændinges dispositioner i indlandet:

- |                                                                                                                                               |                  |   |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|---|
| 1. Køb på en anerkendt fondsbørs af til børshandel godkendte aktier og lignende værdipapirer samt til børshandel godkendte obligationer ....  | +A <sup>5)</sup> | D |
| 2. Salg på en anerkendt fondsbørs af til børshandel godkendte aktier og lignende værdipapirer samt til børshandel godkendte obligationer .... | +A <sup>5)</sup> | D |
| 3. Køb af andre aktier og lignende værdipapirer samt obligationer end de under pkt. 1 nævnte .....                                            | +B <sup>5)</sup> | D |
| 4. Salg af andre aktier og lignende værdipapirer samt obligationer end de under pkt. 2 nævnte .....                                           | +B <sup>5)</sup> | D |

B. Valutaindlændinges dispositioner i udlandet:

- |                                                                                                                                               |                  |   |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|---|
| 1. Køb på en anerkendt fondsbørs af til børshandel godkendte aktier og lignende værdipapirer samt til børshandel godkendte obligationer ....  | +A <sup>5)</sup> | D |
| 2. Salg på en anerkendt fondsbørs af til børshandel godkendte aktier og lignende værdipapirer samt til børshandel godkendte obligationer .... | +A <sup>5)</sup> | D |
| 3. Køb af andre aktier og lignende værdipapirer samt obligationer end de under pkt. 1 nævnte .....                                            | +B <sup>5)</sup> | D |
| 4. Salg af andre aktier og lignende værdipapirer samt obligationer end de under pkt. 2 nævnte .....                                           | +B <sup>5)</sup> | D |

V. *Andre dispositioner over fast ejendom end de af sektionerne I og II omfattede.*

A. Valutaudlændinges dispositioner i indlandet:

- |                                      |    |   |
|--------------------------------------|----|---|
| 1. Opførelse eller erhvervelse ..... | +B | D |
| 2. Salg .....                        | +A |   |

B. Valutaindlændinges dispositioner i udlandet:

- |                                      |    |   |
|--------------------------------------|----|---|
| 1. Opførelse eller erhvervelse ..... | +B | D |
| 2. Salg .....                        | +A |   |

VI. *Køb og salg af kortfristede skatkammerveksler og andre kortfristede værdipapirer, der normalt omsættes på pengemarkedet.*

A. Valutaudlændinges dispositioner i indlandet:

- |               |   |
|---------------|---|
| 1. Køb .....  | - |
| 2. Salg ..... | - |

B. Valutaindlændinges dispositioner i udlandet:

- |               |   |
|---------------|---|
| 1. Køb .....  | - |
| 2. Salg ..... | - |

VII. *Krediter, der er direkte forbundet med internationale kommercielle transaktioner eller internationale tjenesteydelser.*

A. Kreditter af valutaudlændinge til valutaindlændinge:

- |                                                     |                  |
|-----------------------------------------------------|------------------|
| 1. Kortfristede (under 1 års løbetid) .....         | +A <sup>6)</sup> |
| 2. Mellemlange (fra 1 til 5 års løbetid) .....      | +A <sup>6)</sup> |
| 3. Langfristede (5 års eller længere løbetid) ..... | -                |

B. Kreditter ydet af valutaindlændinge til valutaudlændinge:

- |                                                     |                                  |
|-----------------------------------------------------|----------------------------------|
| 1. Kortfristede (under 1 års løbetid) .....         | +A <sup>6)</sup> B <sup>7)</sup> |
| 2. Mellemlange (fra 1 til 5 års løbetid) .....      | +A <sup>6)</sup> B <sup>7)</sup> |
| 3. Langfristede (5 års eller længere løbetid) ..... | -                                |

5) Medlemslandene har ret til at fastsætte, at

- (i) transaktioner og overførsler kun må udføres gennem autoriserede agenter i det pågældende land,
  - (ii) valutaindlændinge i forbindelse med disse transaktioner og overførsler kun må holde likvide midler og værdipapirer med sådanne agenter som **mellemlid**.
  - (iii) køb og salg kun må foretages på »spot basis«.
- 6) I tilfælde, hvor en valutaindlænding deltager i den til grund liggende kommercielle transaktion eller tjenesteydelse, forudsat at transaktionerne eller overførslerne er i overensstemmelse med normal kommerciel praksis.
- 7) I tilfælde, hvor ingen valutaindlænding deltager i den til grund liggende kommercielle transaktion eller tjenesteydelse, forudsat at transaktionerne eller overførslerne er i overensstemmelse med normal kommerciel praksis, og kreditterne ydes af pengeinstitutter.

# VIII. Finansielle kreditter og lån (d. v. s. andre kreditter og lån end de af sektionerne I, II, Vil og X omfattede).

- A. Kreditter og lån ydet af valutaudlændinge til valutaindlændinge:
1. Kortfristede (under 1 års løbetid) . . . . . -
  2. Mellemlange (fra 1 til 5 års løbetid) . . . . .
  - a. Når debitor er et pengeinstitut . . . . . +B D
  - b. Når debitor ikke er et pengeinstitut . . . . . -
  3. Langfristede (5 års eller længere løbetid) . . . . .
  - a. Når debitor er et pengeinstitut . . . . . + B D
  - b. Når debitor ikke er et pengeinstitut . . . . .
- B. Kreditter og lån ydet af valutaudlændinge til valutaudlændinge:
1. Kortfristede (under 1 års løbetid) . . . . . -
  2. Mellemlange (fra 1 til 5 års løbetid) . . . . .
  - a. Når kreditor er et pengeinstitut . . . . . + B D
  - b. Når kreditor ikke er et pengeinstitut . . . . . -
  3. Langfristede (5 års eller længere løbetid) . . . . .
  - a. Når kreditor er et pengeinstitut . . . . . + B D
  - b. Når kreditor ikke er et pengeinstitut . . . . . -

# IX. Dispositioner vedrørende konti i pengeinstitutter.

- A. Valutaudlændinges dispositioner vedrørende konti i indenlandske pengeinstitutter. . . . . -
- B. Valutaudlændinges dispositioner vedrørende konti i udenlandske pengeinstitutter. . . . . -

# X. Private kapitalbevægelser.

- A. Lån: . . . . .
1. Familielån . . . . . + A
  2. Andre private lån . . . . . -
- B. Gaver og dotationer. . . . . + A
- C. Medgift . . . . . + A
- D. Arv . . . . . + A<sup>8)</sup>
- E. Immigranternes afvikling af gæld i deres hjemland . . . . . A
- F. Emigranternes aktiver . . . . . •A»)
- G. Spil . . . . . B<sup>10)</sup>
- H. I udlandet hjemmehørende arbejderes opsparing . . . . . + A

# XI. Livsforsikring.

- A. Kapitaloverførsel fra udenlandske forsikringsselskaber til forsikrede valuta-  
indlændinge i henhold til livsforsikringskontrakter <sup>11)</sup> . . . . . +A<sup>12)</sup>
- B. Kapitaloverførsel fra indenlandske forsikringsselskaber til forsikrede valuta-  
udlændinge i henhold til livsforsikringskontrakter <sup>11)</sup> . . . . . +A<sup>12)</sup>

# XII. Kautioner og garantier.

- A. Fra valutaudlændinge til fordel for valutaindlændinge. . . . . +A<sup>13)</sup>
- B. Fra valutaindlændinge til fordel for valutaudlændinge. . . . . +A<sup>13)</sup>

8) Forudsat at den afdøde var valutaindlænding og arvingen valutaudlænding på tidspunktet for dødsfaldet.  
9) Overførsel skal være fri ved emigration uanset emigrantens statsborgerforhold.  
10) Overførsel af gevinster skal være fri. Liberaliseringsforpligtelsen omfatter ikke indsatser.  
11) Overførsel af præmier, pensioner og livrenter (bortset fra livrenter, der kun løber over et bestemt antal år) i forbindelse med livsforsikringskontrakter er omfattet af OECD's kode for løbende usynlige transaktioner.  
12) Kapitaloverførsler skal være fri i tilfælde, hvor forsikringstagerne eller de begunstigede var hjemmehørende i samme land som forsikringsselskabet, da forsikringen blev tegnet, men senere er flyttet til et andet land.  
13) I tilfælde, hvor transaktionerne eller overførslerne er direkte knyttet til international handel, internationale løbende usynlige transaktioner og internationale kapitalbevægelser, i hvilke valutaudlændinge deltager, og som enten ikke kræver tilladelse eller er blevet tilladt af det pågældende medlemsland.

|  | Kapital-<br>koden <sup>1)</sup> | Danmarks<br>reserva-<br>tioner <sup>2)</sup> |
|--|---------------------------------|----------------------------------------------|
|--|---------------------------------|----------------------------------------------|

XIII. *Fysisk omplacering af kapital-aktiver.*

- A. Værdipapirer og andre adkomstdokumenter til kapital-aktiver:
- |                  |                    |
|------------------|--------------------|
| 1. Import .....  | +A                 |
| 2. Eksport ..... | + A <sup>14)</sup> |
- B. Guld til ikke-industriel anvendelse:
- |                  |   |
|------------------|---|
| 1. Import .....  | - |
| 2. Eksport ..... | - |
- C. Betalingsmidler:
- |                  |   |
|------------------|---|
| 1. Import .....  | - |
| 2. Eksport ..... | - |

XIV. *Disposition over spærrede tilgodehavender tilhørende valutaudlændinge.*

- A. Overførsel af spærrede tilgodehavender. .... +A
- B. Anvendelse i indlandet af spærrede tilgodehavender.....+ A
- C. Afståelse af spærrede tilgodehavender til valutaudlændinge.....+ A

14) For så vidt angår **valuta**indlændinge, omfatter forpligtelsen til at tillade udførsel af værdipapirer kun udenlandske værdipapirer, der udføres midlertidigt for administrative formål.