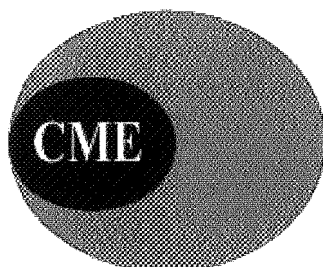


# Working Paper Series 5/02

**Har norske bedrifter dårlig tilgang på kapital?**

**Arne Jon Isachsen  
CME/BI  
Juni 2002**

Handelshøyskolen BI  
Hovedbiblioteket  
18 JUNI 2002



**Centre for Monetary Economics**

SERIE/HANDE

Arne Jon Isachsen

## **Kapittel 10: Har norske bedrifter for dårlig tilgang på kapital?**

Norge er nå inne i høstingsfasen i oljeeventyret. Statens inntekter fra salg av olje og gass var på over 200 milliarder kroner i 2001 og anslås til å bli omtrent like store i 2002. Det aller meste går til Statens petroleumsfond, som plasserer midlene i utenlandske aksjer og obligasjoner.<sup>1</sup>

I en slik situasjon blir det svært fristende for norsk finansnæring og øvrig næringsliv å prøve å få tilgang på noe av denne kapitalen – til forvaltning eller for å dekke eget kapitalbehov. Analyser som gir seg ut for å ivareta allmenninteressene, men som i realiteten favoriserer deler av norsk næringsliv, florerer, jf. diskusjonen i om Norsk Investorforum i forrige kapittel.

Kapital er et knapt gode. Som sådan vil det alltid være sterke ønsker om mer. Spørsmålet blir derfor ikke knapphet eller ei, men om tilgangen på kapital til norsk næringsliv er mindre enn den burde være. I dette kapitlet viser vi at norske bedrifter ikke lider av noen generell mangel på kapital. Dermed er det ikke sagt at det ikke er rom for forbedringer av kapitalmarkedets virkemåte. Det er det - i Norge som i andre land. Videre peker vi på at i et globalt kapitalmarked som stadig blir mer integrert, kan finansinvesteringer som staten gjør, sees adskilt fra finansieringsbehovene i næringslivet. Vi minner også om at veksten i Petroleumsfondet har som motstykke uttapping av olje og gass fra Nordsjøen. Dersom avkastningen på plasseringene i utlandet forventes å være høyere enn prisstigningen på olje og gass, innebærer en slik diversifisering at formuen øker. Til sist tar vi opp spørsmålet om hvordan styrke private eiermiljøer i Norge. Kanskje er det slik at større formuesforskjeller er prisen vi må betale for mer dynamiske og aktive eiere.

### **1. Gir økende statlig sparing som plasseres i utlandet, lavere realinvesteringer i Norge?**

”Statssparingen fører, som vi har sett, til mindre privat sparing i Norge. Når store deler av statssparingen samtidig investeres i utlandet, betyr det lavere realinvesteringer i Norge.”

Det skriver professor Victor Norman (på side 50) i boken *Rikdommens problem - oljeformue, eierskap og fremtidens pensjoner* (heretter RNR-boken etter de tre

---

<sup>1</sup> Takk til Thomas Ekeli, Pareto Fonds, Birger Vikøren, Norges Bank, Erling Steigum, Handelshøyskolen BI og Aleksander Vik, Lars Wahl og Geir Åvitsland, alle sammen i Finansdepartementet, for nyttige innspill og kommentarer til dette kapitlet. Ansvar for gjenværende mangler og uklarheter er forfatterens.

redaktørene Kjell Roland, Victor Norman og Torger Reve). Dette utsagnet kan deles i to:

- \* Er det slik at økt sparing på statens hånd fører til redusert sparing på private hender? (Ricardiansk ekvivalens)
- \* Og er det slik at statlige finansplasseringer i utlandet fortrenger realøkonomiske investeringer i Norge? (Feldstein-Horioka-gåten)

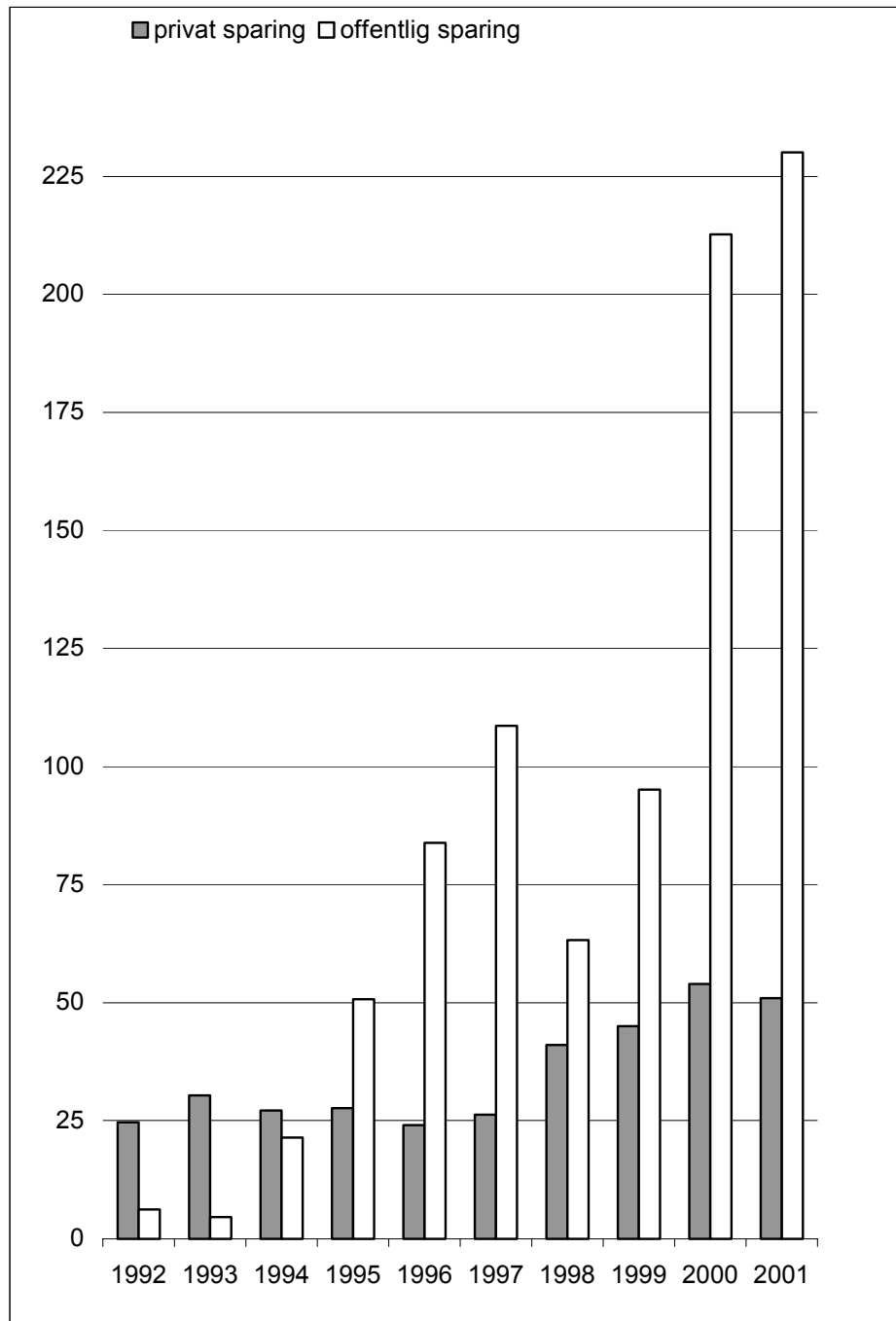
### 1.1 Ricardiansk ekvivalens

I en verden uten usikkerhet og uten vekst, der omtanken for fremtidige generasjoner er like stor som for egen, er det rimelig å tro at økte statlige utgifter, finansiert ved utleggelse av statsobligasjoner, vil føre til at privat sektor økte egen sparing tilsvarende. I så fall er det uten realøkonomisk betydning hvorvidt staten finansierer økte utgifter ved skattlegging eller ved låneopptak. Ricardiansk ekvivalens kalles dette, etter David Ricardo som først kom på denne ideen, men som siden selv avviste dens relevans.

Dersom det er slik at variasjoner i offentlig sparing fører til variasjoner i privat sparing i motsatt retning, gjelder ricardiansk ekvivalens. Hva sier empirien om dette? Etter Normans egen vurdering (side 47) "... har vi et svakt islett av ricardiansk ekvivalens i Norge..." For perioden 1978-99 finner Norman (side 47) "... at bare 16% av årlige variasjoner i statlig sparing motsvares av variasjoner i motsatt retning i privat sparing."

Om vi ser på absolutte tall snarere enn på sparerater, og bare på de ti siste årene – dvs. den perioden der Oljefondet har eksistert - fremkommer figur 10.1

Figur 10.1: Sparing i offentlig og privat sektor, 1992-2001



For perioden (1992-97) er sparing i privat sektor meget stabil, på mellom 24 og 30 mrd. kr pr. år. Den statlige sparingen derimot går fra 5 – 6 mrd kr de første par

årene og opp til 109 mrd. kr i det siste året (1997). Ingen ting her som tyder på at økt sparing i offentlig sektor fører til redusert sparing i privat sektor.

Fra 1997 til 1998 gjør den private sparingen et solid hopp, fra 26 til 41 mrd. kr, samtidig som den statlige sparingen faller med hele 47 mrd. kr, til 63 mrd. kr. Denne utviklingen er i overensstemmelse med ricardiansk ekvivalens. Men i de etterfølgende tre årene (1999-2001) holder privat sparing seg oppe på sitt nye og høyere nivå, samtidig som den offentlige sparingen stiger enormt; fra 95 mrd. kr i 1999 til over 230 mrd. kr i 2001.

For Norge for perioden 1992-2001 har ikke sparing i offentlig sektor fortrent sparing i privat sektor. Om noe synes spareratene både for privat og offentlig sektor å være på en stigende trend.

## 1.2 Feldstein-Horioka gåten

Sett nå at ricardiansk ekvivalens *var* gyldig for Norge – til tross for at vi nettopp har vist at så ikke er tilfellet. Da ville den kraftige økningen i offentlig sparing de siste ti årene ha gått sammen med et klart fall i sparingen i privat sektor. Om offentlig sparing i all hovedsak ble anvendt til finansinvesteringer i utlandet, hvilke virkninger ville dette kunne ha fått for omfanget av innenlandske realinvesteringer i Norge? Dersom kapital er lite mobil over landegrensene – bortsett fra de pengene som finnes på Statens petroleumsfond – ville mindre sparing i privat sektor ført til nedgang i norske realinvesteringer.

Påstanden om at et lands realinvesteringer er begrenset til landets egen sparing, er kjent som Feldstein–Horioka–gâten, etter en empirisk studie fra 1980. Denne studien er senere blitt imøtegått både på teoretisk og empirisk grunnlag (Vikøren 1994). Ettersom studien tok utgangspunkt i gjennomsnittlig sparing og realinvestering over lengre perioder, vil intertemporale betraktninger komme inn i bildet. For å si det enkelt - om man ser på Norge over perioden 1970-1995, er realinvesteringene på linje med sparingen. I noen perioder (gjennom hele 1970-tallet og i siste halvpart av 1980-tallet) lånte vi kraftig i utlandet - i andre perioder betalte vi ned på gjelden.

På samme måte som staten kan bruke det internasjonale kapitalmarkedet for å *plassere* midler ute, kan det private næringslivet i Norge *låne opp* penger i utlandet, for finansiering av egne, lønnsomme prosjekter. I så fall må man overbevise utenlandske formuesforvaltere, det være seg fond som kjøper egenkapital- eller fremmedkapital-instrumenter, kredittinstitusjoner, eller private i formueseiere i andre land, om å stille midler til disposisjon for norske bedrifter og prosjekter. Det kan være en tøffere jobb enn å gå til det norske Storting og der, gjennom aktiv lobby-virksomhet, prøve å få tilgang på billig kapital.

Når verken ricardiansk ekvivalens eller manglende kapitalmobilitet synes understøttet av empirien, må påstanden om at økende statlig sparing gir lavere realinvesteringer i Norge avvises.

## 2. Andre bekymringer

På ytterligere tre punkter kan det stilles spørsmålsteget ved den analysen av kapitalmarkedets virkemåte i Norge som legges frem i RNR-boken.

For det første er det vanskelig å finne støtte for påstanden om at eierkapital er spesielt lite mobil over landegrensene. Ifølge FN-publikasjonen World Investment Report ble den samlede verdien av oppkjøp og fusjoner over landegrensene firedoblet i perioden 1995 til 1999. Også for Norge har *strømmen* av direkte investeringer inn og ut av landet økt vesentlig de siste årene. I 2000 var utlendingers direkte investeringer i Norge 53 mrd. kroner, mens norske direkte investeringer i utlandet var på 73 mrd. I perioden 1994 til 1998 doblet *beholdningen* av norsk direkte investert kapital i utlandet seg fra 120 til 240 mrd. kroner, mens beholdningen av utenlandsk direkte investert kapital i Norge økte fra 110 til 195 mrd. Således er utlendingenes direkte eierskap i Norge i samme størrelsesorden som norsk direkte eierskap i utlandet.

Ser vi på enkeltelskaper som investerer over landegrensene, er det naturlig å trekke frem Norske Skogs og Telenors mange oppkjøp i utlandet, Kværners kjøp av Trafalgar House, Norsk Hydros internasjonale ekspansjon innen kunstgjødsel, samt shipping-selskapers oppkjøp ute, som Frontline innen tank. Tilsvarende har utenlandske eierskapet i Norge økt. De betydelige utenlandske eierandelene i Telenor og Statoil er to ferske eksempler. Flere store utenlandske oppkjøp den senere tiden (Kreditkassen, Fokus, Vesta, Hydro Seafood) peker i samme retning; at eierskap ikke så lett lar seg stanse ved landegrensene. Ved utgangen av april 1999 var 31,4 pst. av aksjene på Oslo Børs eid av utlendinger<sup>2</sup>. I den offentlige debatten er bekymringen snarere om det utenlandske eierskapet blir for stort, og ikke at det er for vanskelig å frambringe utenlandsk eierkapital.

De store bevegelsene av kapital til og fra Norge viser at eierkapitalen er relativt mobil. I tillegg tyder tallene på at norsk næringsliv, på nettobasis, ikke er spesielt avhengig av utenlandsk kapital, ettersom beholdningene av norsk direkte investert kapital i utlandet har omtrent samme omfang som utlendingenes direkte investerte kapital i Norge. Dersom det var en betydelig mangel på privat kapital i Norge, dvs. mange lønnsomme prosjekter som ikke lot seg finansiere ved sparing i privat sektor, ville en forvente at utenlandske direkte investeringer i Norge var langt høyere enn norske direkte investeringer i utlandet.

Et annet eksempel er de amerikanske erfaringene siden tidlig på 1980-tallet, med netto opplåning i utlandet så godt som hele perioden. I 2000 var netto innstrømningen av ny egenkapital til det amerikanske markedet i størrelsesorden snau 200 mrd. USD, hvilket dekket om lag halvparten av underskuddet på den amerikanske driftsbalansen dette året.<sup>3</sup> Hvorvidt USA noen gang vil betale tilbake

---

<sup>2</sup> Dette tallet overvurderer det utenlandske eierskapet i norsk næringsliv fordi staten fortsatt har betydelige eierinteresser i selskaper som ikke er børsnotert. I tillegg er antakelig den utenlandske eierandelen mindre i ikke-børsnoterte selskaper.

<sup>3</sup> Se IMF, World Economic Outlook, May 2001. På s. 70 leser vi: "Indeed, while net flows into U.S. government bonds have gradually contracted over the 1990s, turning negative since 1999 as

disse midlene, er egentlig av mindre interesse. Spørsmålet er snarere om de som har stilt sine oppsparte midler til disposisjon for amerikanske foretak eller den amerikanske stat, er fornøyd med avkastningen over tid. Med en solid vekst i USAs økonomi synes investorene - i det store og hele - å være fornøyd med sine plasseringer her.

For det andre er det vanskelig å finne støtte for påstanden om at investeringsnivået i konkurranseutsatt sektor er for lavt i Norge. Analysene i Langtidsprogrammet viser at K-sektor i et langsiktig perspektiv om lag bør opprettholde sin andel av den samlede verdiskapingen i samfunnet. Men med høyere produktivitetsvekst i K-sektor enn i S-sektor legges likevel forholdene til rette for en overføring av arbeidskraft til skjermet sektor. En slik utvikling krever ikke noen vesentlig endring i forhold til dagens investeringsnivå i den konkurranseutsatte delen av vårt næringsliv. For de nærmeste årene ligger det an til en økning i investeringene i industrien.

Sist, men ikke minst, det er svært vanskelig å finne belegg for at lønnsomme investeringsprosjekter ikke blir realisert i Norge pga. mangel på kapital. Det er vel kjent at avkastningen på investert kapital i norsk næringsliv er lav, hvilket tyder på *for god tilgang på kapital*, og ikke mangel på kapital. Dette poenget er blitt fremhevet av professorene Thore Johnsen ved Norges Handelshøyskole og Øyvind Bøhren ved Handelshøyskolen BI. De stiller seg begge sterkt kritisk til påstander i RNR-boken på dette punktet<sup>4</sup>. Det er svak lønnsomhet som må være årsaken til lave investeringer i konkurranseutsatt sektor – om man skulle vurdere dem som det -, og ikke mangel på eierkapital, fremholder de to.

Sammenfatningsvis er det lite som tyder at det private næringsliv i Norge har for dårlig tilgang på kapital. Tvert imot synes tilgangen på både egen- og fremmedkapital å være rimelig god. Påstanden om at statens høye sparing i Petroleumsfondet gir for lave investeringer i det private næringsliv, holder ikke.

### **3. Kobling av kapital og investeringsbehov – kapitalmarkedets rolle**

I en situasjon hvor det nærmest flommer kapital inn i Petroleumsfondet må en regne med at vi stadig blir møtt med spørsmål om hva denne kapitalen kan brukes til. Det er jo mange prosjekter, både i og utenfor landets grenser, som trenger kapital. Når vi har kapitalbehov og har kapital – ja da kan vel dette ”matches”? Dette uttrykkes på ulike måter. Et eksempel er hentet fra RNR-boken er når professor Victor Norman sier følgende (side 98):

”Norge har høy sparing og tilsvarende stor innenlandsk kapitaltilgang. Samtidig har vi behov for sterk vekst i ikke-oljerelatert virksomhet, og spesielt i den konkurranseutsatte delen av slik verdiskaping, i tiårene framover. *Vi har altså både kapitalen og investeringsbehovene. En*

---

the market for such government bonds shrank due to buy-backs, the corresponding net flows into stocks have risen by a factor of 12 since 1995.”

<sup>4</sup> Aftenposten 19. juni 2001.

*hovedutfordring er å koble de to på en måte som bidrar til den nødvendige næringsveksten i Norge, og samtidig gir høy avkastning og god risikospredning på norsk kapital.” (vår understrekning)*

Her er det to problematiske premisser. For det første er det som nevnt tvilsomt om det er et skrikende investeringsbehov i årene framover. For det andre er det ingen utfordring å koble vår nasjonale sparing med et eventuelt innenlandsk investeringsbehov.

For en åpen økonomi er oppsamling av fordringer på andre land – eller på private aktører i andre land – en høyst aktuell spareform, i tillegg til innenlandske realinvesteringer. Når ekstraverdier på 15-20 mrd. kroner hver måned renner inn i statskassen fra Nordsjøen, må man bygge opp fordringer på utlandet, om verdiene skal kunne oppbevares forsvarlig. Disse plasseringene skjer til markedsbestemte vilkår. I et globalt perspektiv betyr dette at Norge plasserer sin sparekapital der avkastningen forventes å være størst, for gitt risiko. Det gir en god anvendelse av de oppsparte midlene globalt, med tilhørende god avkastning for Norge.

Den besnærende tanken om at vi skal koble vår sparing med fornuftige investeringer innenlands, har vært ytret av andre tidligere – uten at det blir noe riktigere av den grunn. Norsk Investorforum skrev i sitt åpne brev av 1. februar 2001 med overskrift ”Statlig kapitalstyrke som konkurransefortrinn”:

*”Dagens politikk innebærer i sin konsekvens at Norge bruker en del av sin oljeformue til å finansiere norsk næringslivs konkurrenter i andre land.”*

Om Norge har ønske om å ta opp oljen hurtigere enn vi ønsker å bruke de pengene oljen gir oss, kan vi, ved å plassere pengene ute, "lagre" kjøpekraften inntil vi selv ønsker å bruke den. Gjennom alle 1970-årene hadde vi glede av å låne penger i utlandet, dels til å finansiere utbyggingen i Nordsjøen. Når vi nå kan glede oss over at disse investeringene gir en bedre avkastning enn noen den gang hadde tenkt seg, kan vi bruke det internasjonale kapitalmarkedet "motsatt vei" - til oppbevaring av sparte midlene.

I årstalen i februar 2001 diskuterer sentralbanksjef Svein Gjedrem statens finansielle investeringer i utlandet og næringslivet behov for finansiering av egne prosjekter. Han uttaler:

*”Det er viktig å være oppmerksom på at staten kan velge sammensetning, krav til avkastning og risikoprofil på sine finansielle investeringer uten å skjule til finansieringsbehovet til norske foretak. Norske bedrifter på sin side kan velge låne- og egenkapitalstruktur uavhengig av statens finansielle investeringer. Mellom staten som investor og bedriftenes kapitalbehov er det et kapitalmarked. Dette markedet gjør at statens og bedriftenes valg kan atskilles. Vi bør ikke behandle fordelingen av statens finansinvesteringer og bedriftenes valg av finansiering som om vi har en bytteøkonomi.” (vår understrekning)*



Når kapitalmarkeder integreres over landegrensene, vil noen land være netto låntakere og andre land netto långivere. Land som låner, vil gjerne være inne i en fase med store investeringer som man forventer god avkastning på. Det gir gode plasseringsmuligheter for långivende land. Ved at kapital blir mobil over landegrensene utvides investeringsuniverset for långivere. Det gjør også lånemulighetene for næringslivet. Å skulle begrense plasseringsmulighetene til det innenlandske markedet, og lånemulighetene tilsvarende, virker lite hensiktsmessig. Og spesielt for et land som Norge som i lange perioder var netto låntaker internasjonalt, og som nå er netto långiver. På dette punktet deler vi sentralbanksjefens syn; ved å benytte de mulighetene det internasjonale kapitalmarkedet innbyr til, kan statens valg om hvor Oljefondet skal plassere sine midler adskilles fra bedriftenes valg om finansiering.

#### **4. Høye oljeinntekter kan svekke norsk industri**

Når statens inntekter som salget av olje og gass gir ender opp som midler på et raskt voksende statlig petroleumsfond, blir statens formue bedre diversifisert. Videre blir risikoen for at den samlede formuen skal vise seg mindre enn hva en i dag legger til grunn, redusert.

Men diversifiseringen har en annen – og ikke mindre viktig – effekt. Når olje omdannes til lett omsettelige internasjonale verdipapirer (aksjer og obligasjoner), blir *likviditeten* kraftig forbedret. Det er enklere – og mer fristende – å bruke av en likvid formue enn av en ikke-likvid formue. I så fall er det den offentlige sparingen som reduseres, og ikke den private sparingen.

Redusert offentlig sparing – som gir seg utslag i økte offentlige utgifter – burde virkelig bekymre norsk industri. Økt innenlandsk etterspørsel fra det offentliges side forsterker lønns- og prispresset i økonomien. Rentenivået må holdes høyere enn ved en mer moderat vekst i slike utgifter, slik at stigningen i konsumprisindeksen holder seg nær 2,5 prosent. En relativt høy NOK-rente kan bidra til at vår valuta styrker seg. Alle disse tre forholdene – økte lønnskostnader, høy rente og en sterkere valuta – svekker norsk industris konkurranseevne. Med full sysselsetting i utgangspunktet vil økte offentlige utgifter føre til en nedbygging av industrien slik at arbeidskraft kan bevege seg fra konkurranseutsatt sektor og over i skjermet – inklusive offentlig - sektor.

En viss svekkelse av norsk industris konkurranseevne er neppe til å unngå etter hvert som mer oljepenger fases inn i økonomien. Den tilhørende nedgangen i sysselsettingen i industrien skaper realøkonomisk rom for økt produksjon i skjermet sektor generelt og i offentlig tjenesteyting spesielt.

Disse betraktningene peker i retning av at norsk industri i mindre grad bør fokusere på eventuelle svakheter eller imperfeksjoner i kapitalmarkedet, og i større grad være opptatt av effektivitet og produktivitet i skjermet sektor. Med en S-sektor som sysselsetter mer enn to tredjedeler av de som er i arbeid (og en K-sektor der mindre enn en tredjedel jobber) vil en vekst i arbeidskraftens produktivitet på ett prosentpoeng i skjermet sektor bety adskillig mer for

sysselsettingen i norsk industri enn en tilsvarende produktivitetsvekst i industrien selv.

Dette resonnetet kan virke kontraintuitivt. Må man ikke bedre egen produktivitet for å sikre egen arbeidsplass? Joda, det hjelper godt – og spesielt om lønnsøkningen ikke spiser opp hele veksten i produktivitet. Men i en generell likevektsmodell, der økonomien sees som et hele og under ett, kommer vi ikke forbi at produktivitetsutviklingen i én sektor har betydning for sysselsettingen i andre sektorer.

I egenskap av Arbeids- og administrasjonsminister, med ansvar for prosjektet modernisering av offentlig sektor – hvori inngår en bedre utnyttelse av arbeidskraften i denne sektoren – har professor Victor Norman et stort ansvar for å bedre arbeidsbetingelser for norsk industri.

## **5. Hvordan styrke de private eiermiljøene i Norge?**

Det som er skrevet så langt betyr ikke at kapitalmarkedet i Norge er uten imperfeksjoner. Også andre land har imperfeksjoner i kapitalmarkedet bl.a. fordi det er vanskelig å koble aktører med ledig kapital sammen med små og mellomstore bedrifter (SMB) med stort behov for kapital. Dette er et grunnleggende problem knyttet til asymmetrisk informasjon – bedriften vet mer om investeringsprosjektet enn potensielle eksterne investorene. I tidligere drøftinger av kapitalmarkedets funksjonsmåte i Norge er det derfor særlig SMB man har hatt fokus på, jf. f.eks. innstillingen fra et Skånland-utvalg (NOU 1995:16) og kapittel 13.4 i Holden-utvalget (NOU 2000:21). Det offentlige virkemiddelapparatet er primært rettet inn mot å bistå SMBs i fasen fra idé til kommersielt produkt.

I noen land spiller investeringsbanker som Goldman Sachs og Lehman Brothers en sentral rolle hva gjelder fremskaffelse av egenkapital til bedrifter i etableringsfasen. Også i Norge har vi fått et klart økende omfang av slik virksomhet. Kapittel 6 i RNR-boken, av Erik W. Jacobsen, Eskil Goldeng og Torger Reve, gir en interessant drøfting eierskapet betydning. På side 127 heter det:

”Eier- og kapitalmiljøene har utviklet seg enormt de siste 10-15 årene. Størrelsen, spesialiseringen og kompetansen har vokst betydelig som følge av at kapitalmarkedene ble deregulert i 1980-årene, at finansøkonomi er blitt et stort fag på handelshøyskolene, og at karriere- og læringsmulighetene er blitt utviklet. Dette har ganske sikkert ført til at stadig flere lønnsomme prosjekter får tilstrekkelig finansiering – og forhåpentligvis at dårlige prosjekter ikke blir finansiert.”

Gjennomgangen avsluttes med å vise til de norske ventureselskapene Tekno-Invest, Venturos og Northzone Venture, og man sier (s. 128):

”De tre nevnte investeringselskapene har hatt betydelig høyere avkastning enn Oslo Børs de siste årene – noe som illustrerer at venturekapitalisme kan være lønnsomt. Det er fremdeles behov for å styrke kapitaltilgangen til oppstarts- og entrepenør-bedrifter, men utviklingen i de norske kapitalmarkedene de siste årene tilsier at det er langt mindre grunn til å være bekymret for markedssvikt i de tidlige faser av bedrifters livssyklus. Det er dermed ikke sagt at alle potensielt lønnsomme bedrifter får tilført tilstrekkelig med kapital, men private kapitaleiere har i det minste incentiver til å satse på venturekapitalisme.”

I sammendragkapitlet i RNR-boken går man ut med temmelig vidtgående forslag for ytterligere å styrke de private eiermiljøene i Norge. Man foreslår en pensjonsreform basert på en privat, fondert løsning. Det ville gi større formuesoppbygging på private hender, og dermed økt tilgang på privat kapital. Et stort innslag av privat pensjonssparing ville også kunne bidra til et større og dypere kapitalmarked. Det vil i sin tur kunne påvirke økonomiens vekstevne på en fordelaktig måte.

Videre, kunne vi legge til, vil fondsbaserte tilleggspensjoner der eiendomsretten er individualisert, gjøre at den enkelte må bære avkastningsrisikoen av sine investeringsvalg. Systemet kan utformes slik at incentivene for å arbeide og å spare øker, samtidig som det blir dyrere for den enkelte å velge tidligpensjonering. En overgang fra pay-as-you-go (PAYG) til et fondert system vil dempe opportunismen og kortsiktigheten i den økonomiske politikken. Resultatet blir et mer bærekraftig opplegg å møte eldrebølgen med. Komparative studier viser at PAYG-land har lavere – og synkende – pensjonsalder, sammenlignet med land med fondsbaserte systemer (Steigum 2002).

Greit nok. Men når RNR hevder at et større innslag av privat pensjonssparing vil styrke de private eiermiljøene i Norge, som igjen vil bidra til et mer profesjonelt og aktivt eierskap, er de ikke da på litt tynn is? Hvorfor skulle norske investorer som er opptatt av sikkerhet for alderdommen, plassere midler i Norge når avveiningen mellom risiko og forventet avkastning tilsier at plassering på utenlandske børser langt er å foretrekke?

Og om store, private pensjonsfond, basert på private midler, gikk tungt inn i det norske aksjemarkedet, ville de vanskelig kunne utøve noen *aktiv* eierrolle. I Aftenposten 19. juni 2001 gikk professor Thore Johnsen ved Norges Handelshøyskole sterkt ut mot boken på dette punktet:

”- Jeg kan ikke forstå at man mener at oljepenger skal forvaltes som aktivt eierskap i norske selskaper gjennom institusjonelle forvaltere som Storebrand, Vital og Gjensidige NOR. Det er i alle fall ikke mulig for disse finansforetakene å være med i strategiske beslutninger i bedriftene. Det har de ikke kompetanse til, og som finansielle forvaltere tror jeg ikke disse selskapene vil ønske et for nært forhold til selskapene, sier Johnsen.”

Og videre:

”- Jeg forstår ikke hva man mener med aktivt eierskap fra finansnæringens side. Å si at norske finansinstitusjoner skal bli det nye aktive eiermiljøet, er det samme som å si at eiersituasjonen i norsk bedrifter kan bli mindre stabil.”

RNR-boken viser at private, personlige eiere er de mest aktive og krevende. Bedrifter med slike eiere kommer best ut med hensyn til effektivitet, lønnsomhet og vekst. Flere slike aktører vil styrke det aktive eierskapet. Sammenlignet med Sverige og USA kan den jevne inntekts- og formuesfordelingen – og et stort innslag av statlig eierskap i norsk næringsliv - være viktige årsaker til svake private eiermiljøer i Norge. En økende grad av aktivt privat eierskap vil trolig gå sammen med en skjevare formuesfordeling. Vi kjenner igjen den klassiske konflikten, at større effektivitet kan ha sin pris i form av større forskjeller.

Til sist, omfanget av nyskaping og nyetableringer er ikke så lavt som man ofte får inntrykk av i den offentlige debatten. Antall bedriftsetableringer i Norge er på høyde med andre OECD-land; hvert år skapes det opp mot 100 000 nye arbeidsplasser innenfor industri og privat tjenesteyting (samtidig som et nesten tilsvarende antall legges ned)<sup>5</sup>. Innenfor industrien alene etableres det hvert år nye arbeidsplasser som utgjør opp mot 10 pst. av alle arbeidsplassene i sektoren. Selv innen næringer i klar tilbakegang skapes det hvert år en rekke nye arbeidsplasser. Det finnes alltid enkeltbedrifter som gjør det bra, på tross av den generelle tilbakegangen i næringen de tilhører. Det er således en betydelig større dynamikk i næringslivet enn det som kommer til uttrykk i makrotallene for vekst i produksjon og sysselsetting.

## 6. Oppsummering

- Norsk næringsliv har ikke for dårlig tilgang på kapital – verken i konkurranseutsatt eller i skjermet sektor.
- Investeringsnivået i konkurranseutsatt sektor er ikke spesielt lavt.
- Høy statlig sparing på grunn av oljeinntektene fortrenger neppe kapitaltilgangen til norsk næringsliv.
- Flytting av ansvaret for pensjonssparing fra offentlig til privat sektor vil gi et større og dypere kapitalmarked. Men om det vil føre til mer aktivt eierskap i norsk næringsliv, er mer tvilsomt.

I det makroøkonomiske bildet betyr økt innenlandsk bruk av oljepenger at den løpende importen i stigende grad blir betalt med oljepenger, snarere enn med løpende eksport. En viss overføring av arbeidskraft fra den konkurranseutsatte delen av næringslivet til skjermet sektor - hovedsakelig tjenesteyting av ulike slag - er neppe til å unngå. Å prøve å hindre en slik utvikling ved å la bedrifter i K-

---

<sup>5</sup> Jf. s. 521-522 i Holden-utvalgets rapport, vedlegget av Tor Jakob Klette.

sektor få tilgang på billig kapital - der denne kapitalen har en klart høyere alternativavkastning i utlandet - virker lite hensiktsmessig.

Referanser:

Gjedrem, S. (2001), "Økonomiske perspektiver", *Penger og Kreditt*, Nr. 1, ss. 3-10

IMF *World Economic Outlook*, May 2001

Klette, T. J. (2000), "Økonomisk vekst", vedlegg 7 i NOU 21: 2000, *En strategi for sysselsetting og vekst*

NOU 1995:16, *Fra sparing til egenkapital* (Skånland-utvalget)

NOU 2000:21, *En strategi for sysselsetting og vekst* (Holden-utvalget)

Roland, K., Norman, V. D. & Reve, T. (red.) (2001), *Rikdommens problem - oljeformue, eierskap og fremtidens pensjoner*, Universitetsforlaget, Oslo

Steigum, E. (2002), "Generasjonsregnskapet og framtidens pensjonsutgifter", CME Working Papers 1/2002, Handelshøyskolen BI

St.meld. nr. 30 (2000-2001), *Langtidsprogrammet 2002-2005*

St.meld. nr. 1 (2000-2001), *Nasjonalbudsjettet 2002*

UNCTAD, *World Investment Report 2001*

Vikøren, B. (1994), "Interest rate differentials, exchange rate expectations and capital mobility: Norwegian evidence", *Norges Banks Skriftserie*, No. 21