

**Betydningen af fondsejerskab
og udenlandsk ejerskab
i dansk erhvervsliv**

**Niels Henning Bjørn og Thomas Hovard
Arbejdsrapport 2001:2**

Sekretariatet udgiver arbejdsrapporter, hvori der redegøres for tekniske, metodemæssige og/eller beregningsmæssige resultater. Emnerne vil typisk være knyttet til dele af formandskabets redegørelser. Sekretariatet har ansvaret for arbejdsrapporterne.

Peder Andersen
Sekretariatschef

ISSN 0907-2977 (Arbejdsrapport - Det Økonomiske Råds Sekretariat)
Tidligere udgivne arbejdsrapporter: Se sidste side.

Fås ved henvendelse til:

Det Økonomiske Råd
Sekretariatet
Adelgade 13, 5.
1304 København K

Tlf.: 33 13 51 28

Fax: 33 32 90 29

E-post: dors@dors.dk

Hjemmeside: www.dors.dk

Signaturforklaring:

- Oplysning kan ikke foreligge/foreligger ikke.

Som følge af afrundinger kan summen af tallene i tabellerne afvige fra totalen.

The Performance of Foundations and Multinational Companies as Owners of Danish Entreprises

Niels Henning Bjørn and
Thomas Hovard

Working Paper 2001:2

Abstract: Corporate governance has been an important subject for a number of years, and one of the key concept is the importance of active owners who put pressure on the management of the enterprises. In this paper we focus on two special types of owners who are separated from the company in two different ways. A number of important Danish companies are owned by foundations who are not owned by anybody. The second type of special ownership is the multinational company that owns one or several Danish companies. We analyse these owners difficulties of governing Danish companies and analyse the importance of these types of ownership.

Keywords: Multinational firms, foundations, corporate governance

JEL: G3, G1

Indholdsfortegnelse

1	Interessen for særlige ejerformer.....	1
2	Oplysninger om virksomheder i Danmark.....	2
3	Fondsejerskab.....	3
3.1	Fonde som ejere af virksomheder	3
3.2	Styring af virksomheder i fondseje	4
3.3	Beskatning af fonde	8
3.4	Udbredelsen af fondseje i dansk erhvervsliv	9
4	Udenlandsk ejerskab.....	15
4.1	Udenlandsk ejede virksomheder i Danmark	15
4.2	Beskæftigelse i udenlandsk ejede virksomheder	15
4.3	Egenkapital og egenkapitalforrentning for udenlandsk ejede virksomheder	19
5	Konklusion.....	23
6	Litteraturliste.....	25

1. Interessen for særlige ejerformer

Virksomhederne må stræbe efter at udnytte ressourcerne så effektivt som muligt, hvis de skal opnå det højeste afkast til ejerne. Derfor vil ejere med et ønske om et højt afkast søge at styre virksomhederne effektivt. Ofte er der dog ikke et sammenfald mellem ejer(e) og ledelse, hvilket øger kravet til organiseringen af virksomhedernes styring. Dette problem er især tydeligt, hvor ejerne ikke har forbindelse til virksomheden eller er meget langt fra virksomheden. To eksempler på det er fondsejede virksomheder og udenlandsk ejede virksomheder, jf. Det Økonomiske Råd (1999). Disse to ejergrupper spiller hver en betydelig rolle, til trods for at de hver især synes at have styringsmæssige problemer set i forhold til indenlandske ejere med koncentreret ejerskab. Der vil blive fokuseret på virksomhedernes betydning målt ved eksempelvis beskæftigelse og virksomhedernes effektivitet i styring målt ved evnen til at forrente deres egenkapital. Disse mål kan dog ikke siges alene at være dækkende for henholdsvis betydning og effektivitet i styring, jf. Det Økonomiske Råd (1999).

Den stigende internationalisering viser sig bl.a. ved, at flere danske virksomheder ejes af udenlandske virksomheder. Betydningen af udenlandsk ejerskab er i dag af stor betydning i flere sektorer, uden at den dog kan siges at være høj i forhold til andre EU-lande. Udenlandske ejere af danske virksomheder skal udøve deres ejerinteresser på lang afstand, hvilket alt andet lige gør det sværere at sikre en effektiv styring. Når betydningen af udenlandsk ejerskab alligevel er stigende, må det ses som tegn på, at danske virksomheder er et interessant investeringsobjekt, og at det er muligt at styre virksomheder fra udlandet. Formålet her er at kortlægge betydningen af udenlandsk ejerskab og undersøge forrentningen af egenkapitalen.

Fondseje af virksomheder var tidligere forbundet med betydelige skattemæssige fordele, hvilket medførte en væsentlig overflytning af virksomheder til fondseje eller en ejerform med en fond som dominerende ejer. Denne form for ejerskab giver en række ulemper rent styringsmæssigt. Vi her vil komme ind på de væsentligste problemer, som er, at en fond kun kan agere via fondens bestyrelse, der ikke må have økonomiske interesser i fondens virke ud over normal aflønning for bestyrelsesarbejde. Vi vil ligeledes undersøge betydningen af fondseje og forrentningen af egenkapitalen i de fondsejede virksomheder.

De to ejerformer er undersøgt i to separate afsnit, hvor Niels Henning Bjørn har skrevet afsnit 3 om fondsejede virksomheder, mens Thomas Hovard har skrevet afsnit 4 om udenlandsk ejede virksomheder. De resterende afsnit er fælles.

2. Oplysninger om virksomheder i Danmark

Oplysningerne om virksomhederne er indkøbt hos Købmandstandens Oplysningsbureau og er baseret på regnskaberne fra alle registrerede virksomheder i Danmark. Data til dette notat er taget fra regnskaberne for alle aktie- og anpartsselskaber og er fra 1997/98 eller 1998, alt efter hvornår virksomhederne har valgt at aflægge regnskab.

De fondsejede selskaber er defineret som virksomheder med en fond som moderselskab eller med en fond som dominerende ejer. Det kan være enten som enkeltstående fond eller i samarbejde med andre fonde eller private personer. Oplysningerne om de mest formuende erhvervsdrivende fonde er indhentet hos Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, hvorefter de er koblet til oplysningerne fra Købmandsstandens Oplysningsbureau. Tilsvarende er der indhentet oplysninger om almene fonde fra Civilretsdirektoratet, som fører tilsyn med de ikke-erhvervsmæssige fonde. Lovgivningen for aktie- og anpartsselskaber påbyder ikke selskaberne at offentliggøre alle de økonomiske oplysninger, der kunne være relevante for analysen, hvorfor vi må begrænse os til de tilgængelige tal.

De udenlandsk ejede virksomheder er her defineret som dem, der har et udenlandsk moderselskab, dvs. der ses bort fra delvist udenlandsk ejerskab. Fokus er endvidere rettet mod den samlede koncern og ikke enkeltstående datterselskaber. De danske datterselskaber af det udenlandske moderselskab er derefter slået sammen til en stor virksomhed hvad angår antal ansatte, omsætning osv. Antallet af ansatte er derfor en summation af ansatte i alle datterselskaber i Danmark. Dette gælder ikke for egenkapitalen, hvor det antages, at der i egenkapitalen er afspejlet ejerskabet af datterselskaber. Det betyder, at virksomhedenes egenkapital er egenkapitalen for det "øverste" danske selskab. Denne øvelse skyldes, at vi ikke har adgang til koncernregnskaberne.¹ Det er forsøgt at kontrollere de udenlandske ejerskaber for, at disse ikke igen er ejet af danske interesser.

1) Fejlen ved dette er først og fremmest, at omsætningen overvurderes.

3 Fondsejerskab

3.1 Fonde som ejere af virksomheder

Fondseje af en virksomhed kan hæmme dens udvikling og/eller være årsagen til dårlig resultater, mener nogle. Andre fremfører, at fonde er tålmodige virksomhedsejere, der kan se langsigtede muligheder, som kortsigtede aktiespekulanter ikke tillader traditionelle virksomheder. Påstandene om både succes og katastrofer er fløjet gennem luften. Dette arbejdsrapport analyserer mulige forklaringer på succes og fiasko.

Fondseje findes i en række lande i Nordeuropa, og det spiller en relativt stor rolle i Danmark, jf. Thomsen (1996). Mange danske virksomheder, heraf nogle af de største, er ejet af fonde eller har fonde som dominerende ejere. Dette kan føre til, at ejeren(ne) spiller en anden rolle i styringen af virksomheden end i virksomheder med en person som dominerende ejer. Forskellen mellem en fond og en traditionel ejer er, at mens en person er sin egen lykkes smed, så er en fond selvejende. Det betyder, at ingen må have en økonomisk interesse i fondens overskud, hvilket kan have betydning for fondens interesse i udviklingen af og i driften af disse virksomheder. Fondsejede virksomheder er derfor et særligt tilfælde inden for teorien om styringen af virksomheder (corporate governance). Grundtanken i corporate governance er, at en virksomhed drives effektivt, hvis ejerne er engagerede i, at den skal præstere det størst mulige overskud. Det skulle føre til, at ejerne presser virksomhedens bestyrelse, som igen presser virksomhedens daglige ledelse til at præstere den højst mulige aflønning af den investerede kapital.

Det særlige ved fonde er, at fondenes bestyrelse ikke vil have en økonomisk tilskyndelse til at få det højeste overskud i virksomheder, og at bestyrelsen ofte selv udpeger suppleanter til bestyrelsen. Det kan i værste tilfælde betyde, at bestyrelsen for fonden ikke stræber efter at drive virksomheden så effektivt som muligt og/eller, at bestyrelsen ikke engagerer sig tilstrækkeligt i virksomhedens drift og resultater. Derved overlades det i højere grad til ledelsen af virksomheden at sikre drift og udvikling af virksomheden. Det er dog ikke sikkert, at virksomhedens drift, udvikling og overskud er ledelsens primære mål. Den kan i stedet sigte mod høj aflønning, høj omsætning i virksomheden, gode relationer til de øvrige ansatte eller høj profil i samfundet. Denne forskel mellem ejerens (fondens) interesser og ledelsens interesser kan således være ganske betydelig og kan resultere i en ineffektiv styring af virksomheden. Dette vil ikke være i samfundets interesse, idet en ineffektiv styring indebærer en dårlig udnyttelse af ressourcerne.

Det er i samfundets interesse, at ressourcerne i form af både kapital, arbejdskraft og naturressourcer udnyttes så effektivt som muligt.

Formålet med denne undersøgelse er at klarlægge udbredelsen og betydningen af fondseje i danske virksomheder. Der er fokuseret på de største fonde, som efter ændringerne af fondslovgivningen i 1980'erne er opdelt i erhvervsdrivende fonde og i almene fonde. Forskellen mellem disse er, at hvor en erhvervsdrivende fond har en afgørende indflydelse på driften af en virksomhed, så har en almen fond ikke dette. Dette forhindrer dog ikke, at flere almene fonde i forening kan have en dominerende indflydelse på en virksomhed. I praksis har vi udvalgt de 100 største erhvervsdrivende fonde samt enkelte væsentlige almene fonde. Disse godt 100 fonde har langt den største del af fondenes kapital og de væsentligste af virksomhederne. Vi har søgt at udbrede undersøgelsen til fonde, som er moderselskaber for virksomheder, men denne udbygning omfatter ikke alle fondsejede virksomheder. Undersøgelsen inddrager heller ikke fonde, som selv driver erhvervsvirksomhed, dvs. fonde uden en egentlig selskabsopbygning. En totalundersøgelse af samtlige erhvervsdrivende fonde og almene fonde med væsentlige ejerinteresser ligger uden for denne analyse. En sådan undersøgelse ville være interessant, men almene fonde er kun registreret med ganske få oplysninger, hvorfor det vil være et betydeligt arbejde at identificere samtlige virksomheder, der har fonde som store aktionærer.

Afsnit 3 er organiseret således, at virksomheders styring generelt og styringen af fondsejede virksomheder specifikt er diskuteret i afsnit 3.2. Dette afsnit indeholder også forskellige modeller for fondseje og fondsdominans. En af de væsentlige faktorer bag udbredelsen af fondseje er formodentlig den skattemæssige begunstiggelse af fonde sammenlignet med privat eje, som kort diskuteres i afsnit 3.3. Udbredelsen af fondseje og fondsejede virksomheders egenkapitalforrentning er diskuteret i afsnit 3.4.

3.2 Styring af virksomheder i fondseje

Virksomheder har ofte en ledelse, som ikke samtidig ejer den. Det betyder, at der kan være forskel på ledelsens og ejernes interesser. Mens ejerne ønsker det størst mulige afkast af deres investering, kan ledelsen også være interesseret i egen aflønning, gode arbejdsforhold for både dem selv og det øvrige personale, høj prestige i omverdenen eller en høj omsætning, jf. Shleifer og Vishny (1996) og Møller og Nielsen (1989). Hvis ejerne har fuld indsigt i ledelsens hensigter og kan kontrollere deres handlinger, vil adskillelsen ikke være et problem, idet ejerne altid har mulighed for at fyre ledelsen, hvis den er for interesseret i at følge egne

interesser. Oftest vil ejerne dog have en ringere indsigt i selskabets drift end ledelsen. Det er derfor svært for ejerne at vurdere, om ledelsens drift af virksomheden er så effektiv som muligt.

Ejernes tilskyndelse til at skaffe sig større indsigt afhænger både af størrelsen af ejerandelen og af den økonomiske gevinst herved. Hvis der kun er få ejere, og gevinsten ved at få større indsigt er høj, vil de alt andet lige gøre meget for at få denne indsigt, mens de ikke vil gøre så meget, hvis der er mange ejere og gevinsten er lille. Andre forhold kan dog disciplinere ledelsen, idet stærk konkurrence på virksomhedens marked vil stille større krav til ledelsen om at være effektiv for blot at skaffe et normalt afkast af den investerede kapital. Ledelsen vil ligeledes være nødt til at præstere en rimelig aflønning, hvis den ønsker at få beskæftigelse i et andet selskab bagefter. Disse to forhold vil tilskynde ledelsen til at skaffe virksomheden et afkast, der som minimum svarer til gennemsnittet for branchen.

Ejere af virksomheder er dog ikke ens, da deres investeringer i virksomheden kan have vidt forskellige baggrunde. Institutionelle investorer, som eksempelvis pensionskasser, er kun interesseret i afkastet af den investerede kapital, mens personlige eneejere kan være interesseret i både afkastet af kapitalen og andre forhold som anseelse i lokalsamfundet, samfundet som helhed eller markedspositionen. Fonde vil her have en særlig rolle, idet de mange fonde med væsentlige ejerinteresser i en virksomhed har specielle relationer til virksomheden. Fonden er således ofte stiftet af virksomhedens grundlægger eller dennes efterkommere. Det betyder, at ejernes rolle og indstilling kan være vidt forskellig afhængig af typen af ejere.

Det er værd at bemærke sig, at de færreste af virksomhederne har været fondsejede siden grundlæggelsen. De har typisk været ejet af en iværksætter, som har haft en særlig evne til at etablere virksomheden og drive den til en mere eller mindre fremtrædende position. Selvom de fleste kendte fondsejede virksomheder er store, findes der en lang række mindre virksomheder. Fælles for både store og små virksomheder er, at de allerede inden fondsejet blev etableret havde en vis størrelse og et vist vækst- og indtjeningspotentiale. Udviklingen og indtjeningen i tiden som fondsejet virksomhed kan derfor ikke alene tilskrives en status som fondsejet.

De fondsejede virksomheder er ofte organiseret i selvstændige selskaber, således at virksomheden eller virksomhederne ikke direkte er ejet af en fond. Fonden er i stedet en såkaldt holdingfond, som har en bestemmende indflydelse på ledelsen af virksomheden. Der kan her være placeret flere holdingselskaber mellem fonden

og ledelsen, idet holdingfonden i visse tilfælde ejer et eller flere holdingselskaber, som ligger mellem fonden og den eller de aktive virksomheder.

Der skelnes også mellem erhvervsdrivende fonde med en bestemmende indflydelse i en virksomhed, og en almennyttig fond, som ikke har en tilsvarende indflydelse. Almene fonde har ofte et almennyttigt formål at støtte. Det betyder dog ikke, at almene eller almennyttige fonde uddeler flere midler end erhvervsdrivende fonde. Det eneste afgørende i dette tilfælde er, om fonden har en bestemmende indflydelse.

Det betyder, at to eller flere almene fonde i fællesskab kan have en afgørende indflydelse i en virksomhed uden at blive karakteriseret som erhvervsdrivende.² Det kan være en fordel set i forhold til beskatningen af fondene. Rent styringsmæssigt kan det betyde en forskel, om flere fonde kun i fællesskab har en dominerende indflydelse, hvis fondenes bestyrelser har forskellige måder at drive selskabet på. Ofte vil der dog være en vis overensstemmelse mellem flere fonde.

Ejerskabet af en virksomhed kan også være delt mellem en eller flere fonde og et antal private ejere. Fordelen ved denne konstruktion set med stifterens øjne er, at eksempelvis fonden kan have en betydelig indflydelse, hvorved magten i virksomheden kan holdes samlet. Samtidig kan en anden del af kapitalen i virksomheden deles ud til arvinger eller sælges til andre ejere som eksempelvis institutionelle investorer. Det kan rent styringsmæssigt have den fordel, at private ejere af ejerandele i virksomheden vil arbejde for, at driften er så effektiv som muligt, samtidig med at fonden kan nøjes med at være en slags passiv investor. Til gengæld har disse private ejere mulighed for at få en stor indflydelse på driften af virksomheder.³

Denne konstruktion har fordel på kort sigt, hvor det private ejerskab er koncentreret, men typisk vil ejerskabet af disse ejerandele blive mere spredt med årene. Det betyder, at fonden vil få en mere dominerende position i ejerkredsen. Forskellen mellem det fuldstændige fondseje og det delvise fondseje gælder formodentlig kun på kort sigt.

Uanset om stifteren og dennes familie har ejerandele i virksomheden eller ej, så kan det spille en væsentlig rolle for virksomhedens og fondens prioriteringer, at familien er engageret i virksomhedens drift efter, at fondsejet er etableret. Samtidig vanskeliggør det dog en egentlig evaluering af betydningen af fondseje,

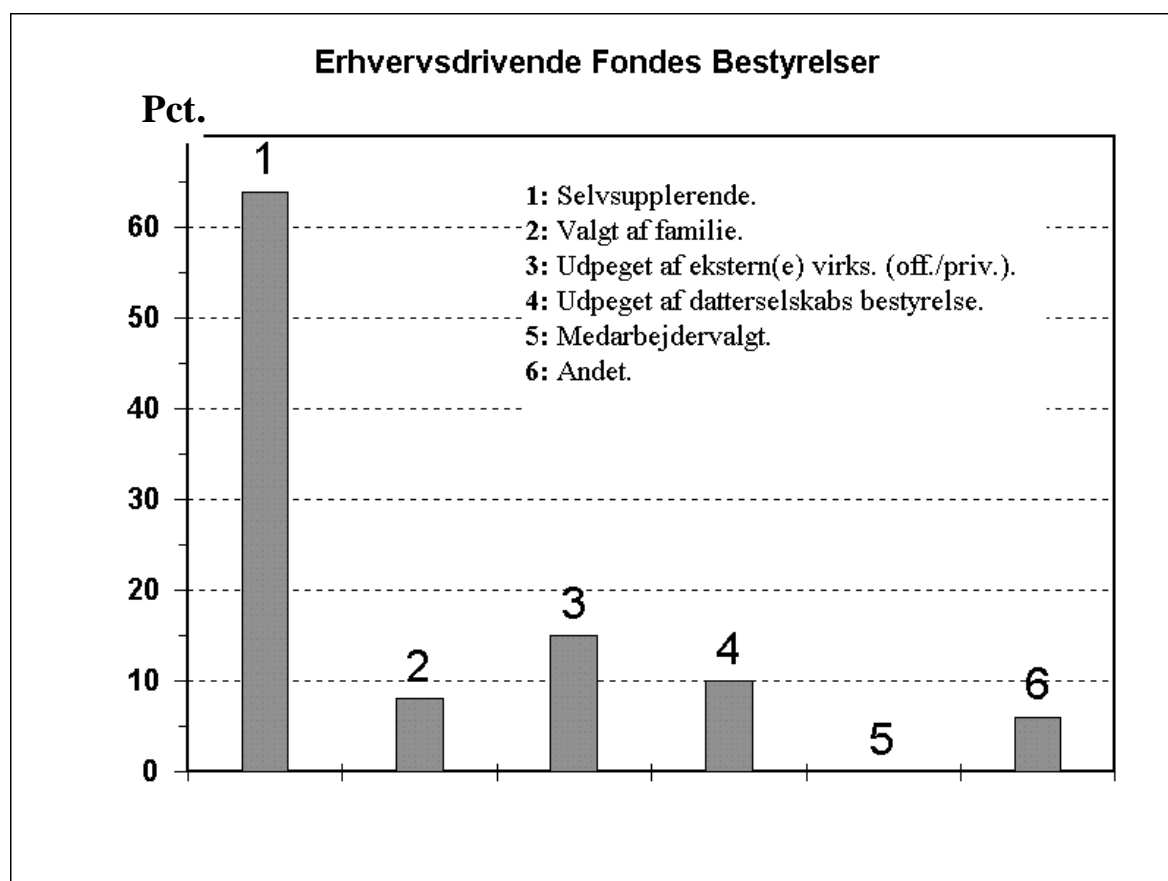
2) Dette er tilfældet i et antal store danske virksomheder som Velux og Lemvig, Müller & Munck.

3) Dette er tilfældet i bl.a. A. P. Møller, Rockwool, Danfoss og Grundfos.

da betydningen af fondseje først slår igennem efter, at forbindelsen til stifteren og dennes nærmeste arvtagere er brudt.

Fundatset for en fond er selve grundlaget for fondens virksomhed, og den indeholder en beskrivelse af fondens formål og regler for styringen af fonden, herunder valg til bestyrelsen af fonden. I de fleste fonde er bestyrelsen således selvsupplerende, mens der i andre tilfælde er givet en nærmere beskrivelse af fremgangsmåden for valg af nye bestyrelsesmedlemmer, jf. figur 3.1. Her kan der være et betydeligt problem for fondsejede virksomheder, idet der ikke vil være eksterne personer eller virksomheder, der kan/vil være interesseret i at gribe ind, hvis en bestyrelse for en fond ikke sikrer driften af en virksomhed på fornuftig vis. Det vil være særdeles vanskeligt at afsætte fondens bestyrelse med baggrund i uheldige dispositioner. Bestyrelsen vil kun i sjældne tilfælde afsætte sig selv.

Figur 3.1 Valgmetode til fondenes bestyrelse



Kilde: Egne opgørelser.

Fundatsens formål er i en række tilfælde at drive en angivet virksomhed. Det betyder bogstaveligt, at fonden skal søge at fortsætte driften af virksomheden uanset ændringer i det omgivende samfund, herunder i det øvrige erhvervsliv. Dette kan blokere for oplagte fusioner mellem fondsejede virksomheder og andre virksomheder. Fundatsen kan kun ændres med fondsmyndighedernes godkendelse. Dette kan betyde, at virksomheden skal forsøge at fortsætte driften inden for givne rammer, indtil den kan sandsynliggøre, at det vil være nødvendigt at ændre i fundatsen. Fondsmyndighederne synes nu at have en vis forståelse for disse problemer.

En speciel valgform til fondens bestyrelse er, at datterselskabet vælger fondens bestyrelse. Denne noget specielle valgform anvendes især i fonde, som er dannet på basis af egenkapitalen i de tidligere sparekasser og lignende. Denne valgform til fondens bestyrelse sikrer de øvrige aktionærer fuld indflydelse på virksomheden. Fonden er pr. definition en passiv pengetank, hvilket adskiller disse fonde fra de øvrige erhvervsdrivende fonde.

3.3 Beskatning af fonde

En væsentlig årsag til mange fondsdannelser er formodentlig, at det ved generationsskifte er muligt at videreføre en virksomhed uden nævneværdig beskatning af arv. Virksomheden kan i større eller mindre omfang videreføres uden betalinger til det offentlige. Det gør det muligt at holde ejerkredsen koncentreret. I nogle tilfælde deles ejerandelene mellem en eller flere fonde og en familie. Herved bliver det "billigere" for familien at opretholde en kontrol over virksomheden, idet familien både kan have en væsentlig indflydelse i ledelse af fonden og samtidig kan have en privat ejerinteresse. Denne ejeropdeling vil resultere i en lavere arveafgift end ved en fuldstændig overdragelse af ejerandelene til arvingerne.

Frem til 1987 var fonde meget lempeligt beskattet og eksempelvis blev arv, renter og udbytter kun meget lidt beskattet. Det gjorde det muligt at placere store besiddelser og indtægter i fonde uden beskatning. Efter 1987 beskattes fonde i store træk som aktieselskaber. Undtagelsen er, at der ydes fradrag for fondenes uddelinger af legater mv., og fondene har visse muligheder af at hensætte til konsolidering. Uddeling af legater synes dog i langt de fleste tilfælde at være af mindre betydning end driften af en virksomhed. En opgørelse af fondenes udbetalinger viser, at 60 pct. af de opgjorte fonde udbetalte under 20 pct. af deres resultat før skat. I betragtning af at uddelinger til alment velgørende formål giver skattefritagelse, er det en meget lav uddelingsandel. Da fondene og deres

bestyrelse i de erhvervsdrivende fonde har en betydelig indflydelse på fondenes indtægter i form af udbytte af virksomhederne, er det bemærkelsesværdigt, at de udbetalte udbytter er lave i forhold til egenkapitalen i fonden. Dette billede er uafhængigt af fondens størrelse. Også det tyder på, at formålet med fondene er driften af virksomhederne og ikke uddeling af midler.

Ændringerne i beskatningen af fondene og fjernelsen af formueskatten har gjort det mindre attraktivt at etablere fonde i forbindelse med generationsskifte. Det betyder, at det er blevet sværere for fondene at opbygge kapital skattefrit, og vi kan derfor næppe vente, at opbygningen af fonde vil fortsætte i samme takt som før ændringerne i fondslovgivningen.

3.4 Udbredelsen af fondseje i dansk erhvervsliv

De fleste fonde med betydning for dansk erhvervsliv er erhvervsdrivende. Disse er underlagt en lovgivning, som i store træk følger aktieselskabslovgivningen med hensyn til regnskabsføring og regnskabsaflæggelse. Det er forholdsvis let at skaffe sig oplysninger om disse fonde, da de er registreret hos Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, der også fører tilsyn med aktieselskaber. Alle øvrige fonde er kun registreret hos Civilretsdirektoret og er ikke underlagt de samme krav til regnskabsføring og regnskabsaflæggelse, jf. Andersen (1998). De skal kun aflægge regnskab til de kommunale skattemyndigheder, hvilket gør det sværere at følge disse fonde.

Fondenes størrelse kunne angive deres betydningen for dansk erhvervsliv. Det er her muligt at få oplysninger om de enkelte erhvervsdrivende fondes registrerede kapital, jf. tabel 3.1. Det er først og fremmest de 25 største fonde, der har en stor betydning målt på egenkapitalen. Dette mål er dog langt fra en præcis opgørelse af den reelle formue og betydning. Det skyldes, at der er forskellige vurderingsmetoder til beregning af fondenes formue. Det gælder eksempelvis fondenes aktiebeholdning, hvor der både kan anvendes indre værdi af de ejede selskaber, børsværdi (hvis en sådan findes) og værdi på overdragelsestidspunktet. Her spiller det især en rolle, at aktier i en virksomhed optaget til den pris, som var gælden på overdragelsesdagen, næppe holder mange år. Som et illustrativt eksempel kan nævnes, at fonden med aktiemajoriteten i Danfoss kun er vurderet til 700 mio. kr, selvom selskabets egenkapital er over 5 mia. kr. Fondenes egenkapital er derfor et dårligt mål for de fondsejede virksomheders betydning.

Tabel 3.1 Egenkapital i de største erhvervsdrivende fonde, 1998

Rangordning efter størrelse	mio. kr
Nr. 1-25	31.841
Nr. 26-50	5.094
Nr. 51-75	2.795
Nr. 76-100	2.092
100 største fonde	41.822

Kilde: Oplysninger fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Problemerne med at opgøre værdien af kapitalen i fonde kan også illustreres af, at der på listen over fondsejede/dominerede selskaber ikke findes et selskab som Skandinavisk Tobakskompagni, der er en stor virksomhed med en særdeles dominerende position inden for produktion og salg af tobaksvarer på det danske marked. Dette selskab ejes af en udenlandsk virksomhed og tre store danske fond i fællesskab. Selskabet er ikke et datterselskab af nogen af fondene, og disse tre fonde kan ikke betragtes som en enhed, da de er baseret på tre forskellige virksomheder, hvorfor de ikke indgår i datamaterialet.⁴

En anden metode til at vurdere fondseje på er at opgøre beskæftigelsen for virksomheder ejet af fonde. Beskæftigelsen antyder virksomhedernes beskæftigelsesmæssige størrelse og samlede indflydelse på det danske arbejdsmarked, jf. tabel 3.2. Det er ikke muligt at inddrage den udenlandske beskæftigelse i disse beregninger, da det vil kræve et tilsvarende datamateriale for udlandet.

De store fonde ejer typisk en eller nogle få store virksomheder. Det gælder især inden for fremstilling. Det betyder, at de formodentlig modtager en række leverancer fra underleverandører, hvilket forøger deres betydning for samfundsøkonomien. De største erhvervsdrivende fonde ejer også de største af de fondsejede virksomheder, når de måles i forhold til beskæftigelsen. Samlet har de fondsejede især en stor betydning inden for fremstilling og inden for andre tjenester, mens de ikke har betydning inden for landbrug og offentlige tjenester, jf. tabel 3.3.

4) I modsætning til eksempelvis A. P. Møller og Velux-fondene.

Tabel 3.2 Fondsejede og fondsdominerede virksomheder efter antal ansatte, 1998

Branche/ansatte	0-1	2-19	20-49	50-499	500-	I alt
Landbrug mv.	39	4	0	2	0	45
Fremstilling	7	19	21	55	26	128
Byggeri	3	2	2	10	3	20
Handel mv.	14	17	23	30	6	90
Finansiering mv.	9	3	3	9	5	29
Andre tjenester	207	49	23	22	10	311
Off. tjenester	8	5	5	4	0	22
Antal virksomheder	287	99	77	132	50	645
I alt inkl. mindre fonde	492	202	131	204	55	1.084

Kilde: Købmandsstandens Oplysningsbureau, Oplysninger fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen samt egne beregninger.

En opgørelse af det samlede antal ansatte i de fondsejede virksomheder viser, at det også målt på antal hoveder er inden for fremstilling og inden for andre tjenester, at fondseje spiller en stor rolle. Det er også fortsat de største fonde, som repræsenterer langt de fleste ansatte, jf. tabel 3.3. Det samme billede viser sig, når man måler i forhold til den totale beskæftigelse.

Tabel 3.3 Samlet beskæftigelse i de største fondsejede virksomheder og en totale opgørelse af beskæftigelsen på brancher, 1998

Brancher	De største virksomheder		Alle optalte virksomheder		Alle moderselskaber	
	Antal	Ansatte	Antal	Ansatte	Ansatte	pct.
Landbrug mv.	45	356	102	447	115.700	0
Fremstilling	128	54.036	213	63.912	494.900	13
Byggeri	20	7.658	32	7.563	160.800	5
Handel mv.	90	18.691	173	21.300	486.500	4
Finansiering	29	10.776	40	11.535	307.600	4
Andre tjenester	311	34.495	491	36.550	177.800	21
Off. tjenester	22	942	33	1.159	942.500	0
I alt	645	126.954	1.084	142.466	2685.800	5

Kilde: Købmandsstandens Oplysningsbureau, oplysninger fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, Danmarks Statistik (1999) *Statistisk Årbog 1999* samt egne beregninger.

En tredje metode til at opgøre betydningen af fondsejede virksomheder er at beregne egenkapitalen i disse virksomheder, jf. tabel 3.4. I denne sammenligning er anvendt egenkapitalen i moderselskaber, hvorved man undgår dobbeltregning af egenkapitalen i datterselskaber. Dette forudsætter fortsat, at egenkapitalen er korrekt opgjort. Da langt de fleste virksomheder er nødt til at give et retvisende billede af deres finansielle position for at få finansieret med fremmedkapital, er disse opgørelser formodentlig bedre end fondenes opgørelse af egenkapital. Denne opgørelse viser, at de godt 100 største fonde har indflydelse på en stor andel af egenkapitalen inden for fremstilling og andre tjenester. Opgørelsen bygger alene på aktieselskaber. Det giver et godt billede af de fondsejede virksomheders position blandt de større virksomheder, da anpartsselskaber og personligt ejede virksomheder er mindre enheder.

Tabel 3.4 Samlet egenkapital og egenkapitalandel, 1998

Branche	Egenkapital			Egenkapitalandel	
	De største	Alle optalte	Moder-selskab	De største	Alle optalte
		mio. kr		pct.	
Landbrug mv. ^a	2.154	2.393	4.912	43,85	48,72
Fremstilling	41.960	44.290	74.930	56,00	59,11
Byggeri	478	515	4.218	11,33	12,21
Handel mv.	2.542	3.488	42.410	5,99	8,22
Finansiering mv.	7.740	7.831	12.490	61,97	62,70
Andre tjenester	87.900	91.730	344.200	25,54	26,65
Off. tjenester ^a	133	148	2.630	5,06	5,63
I alt	142.907	150.395	485.790	29,42	30,96

a: Der er kun få aktieselskaber inden for landbrug mv. og offentlige tjenester, hvorfor sammenligningsgrundlaget her kan være misvisende.

Anm: Egenkapitalandelen i moderselskaberne er ejet af fondene. Den er beregnet i forhold til summen af aktieselskaber, som er moderselskaber. Dette er gjort for at undgå dobbeltregning og opnå den størst mulige sammenlignelighed.

Kilde: Købmandsstandens Oplysningsbureau, oplysninger fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen samt egne beregninger.

Forrentningen af egenkapitalen i virksomheder ejet af eller domineret af fonde synes heller ikke at være lavere end i sammenlignelige virksomheder, hvilket man ellers kunne frygte, når man tager styringsformen i betragtning. Faktisk er egenkapitalforrentningen i mange af de fondejede virksomheder i gennemsnit på niveau med andre virksomheder med mere traditionelle ejerformer.

Tabel 3.5 Egenkapitalforrentning i fondsejede eller fondsdominerede selskaber

Branche	Forrentning i pct.		
	De største	Alle optalte	Moderselskab
Landbrug mv. ^a	25	13	6
Fremstilling	21	20	26
Byggeri	21	26	33
Handel mv.	25	20	24
Finansiering mv.	25	25	7
Andre tjenester	14	14	13
Off. tjenester ^a	1	2	29

a: Inden for landbrug mv. og offentlige tjenester er omfanget af aktieselskaber af begrænset størrelse, hvorfor sammenligningsgrundlaget er dårligt.

Kilde: Købmandsstandens Oplysningsbureau, oplysninger fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen samt egne beregninger.

Forklaringen kan være, at det fortrinsvis har været virksomheder i en gunstig økonomisk og produktionsmæssig situation med et potentiale for videre udvikling, som er overgået til fondseje. Det kan forklare den gunstige situation for mange fondsejede virksomheder. Det fjerner dog ikke de potentielle faldgruber for fondsejede virksomheder.

4 Udenlandsk ejerskab

4.1 Udenlandsk ejede virksomheder i Danmark

Den stigende globalisering har medført, at udenlandske investorer ejer en større og større del af de danske aktier, jf. Det Økonomiske Råd (1999). De tidligste udenlandsk ejede virksomheder i Danmark opstod typisk som nyetableringer, jf. Valentin og Pedersen (1993). Disse virksomheder var nærmest salgskontorer i starten, hvorefter de udviklede sig og fik flere og flere funktioner som f.eks. fremstilling og service. I dag ser det helt anderledes ud. Opkøb af allerede eksisterende virksomheder har nu taget over som den mest almindelige etableringsform for udenlandske virksomheder. Over 70 pct. af de udenlandsk ejede virksomheder i fremstillingsbranchen er etableret vha. opkøb af eksisterende danske virksomheder, jf. Valentin og Pedersen (1993).

Det er interessant at vurdere, om denne styringsform, hvor den danske virksomhed er en del af en udenlandsk koncern, medfører lavere afkast af egenkapitalen pga. mulige styringsmæssige problemer som den lange afstand for udøvelse af ejerinteresser.

4.2 Beskæftigelse i udenlandsk ejede virksomheder

Der findes knap 2200 virksomheder i Danmark, som direkte er på udenlandske hænder, jf. tabel 4.1.⁵ De fleste virksomheder er små, men ca. 25 pct. har over 50 ansatte. Sverige er det land, der ejer flest selskaber i Danmark efterfulgt af Holland og Tyskland. Det er altså de omkringliggende lande, der hovedsageligt ejer de udenlandsk ejede virksomheder i Danmark, men også Nordamerika er godt repræsenteret også blandt de store virksomheder.

Udgifter til kapital og arbejdskraft i disse lande er ikke væsentlig forskellige fra udgifterne i Danmark. Det er derfor ikke lave faktoromkostninger, men andre forhold, som know-how, nærhed til markedet mv., der er årsag til investering i danske virksomheder.

5) Her er ikke medregnet datterselskaber af datterselskaber af udenlandske moderselskaber.

Tabel 4.1 Udenlandsk ejede virksomheder fordelt efter moderselskabsland og antal ansatte, 1998

	0-1	2-19	20-49	50-499	500-	I alt
Sverige	95	225	82	113	20	535
Holland	34	124	56	74	10	298
Tyskland	33	136	48	59	9	285
Storbritannien	48	72	42	39	6	207
Øvrige EU	58	138	55	65	9	325
Norge	55	80	38	44	8	225
Øvrige Europa	17	15	1	3	0	36
Nordamerika	26	88	47	70	2	233
Øvrige lande	26	15	4	6	1	52
Antal virksomheder	392	893	373	473	65	2.196

Kilde: Købmandsstandens Oplysningsbureau samt egne beregninger.

Mange af disse små virksomheder fungerer formodentlig som salgskontorer for de udenlandske virksomheder, mens de større virksomheder nok har en mere selvstændig funktion. Dette kan dog skifte karakter. En virksomhed, som er opkøbt af en udenlandsk konkurrent, vil muligvis på sigt få lukket sin produktion ned og derefter fungere som regionalt salgskontor. Produktionen vil efterfølgende foregå i udlandet og blive eksporteret til Danmark, noget som man kender fra f.eks. Frisco Is og OTA.⁶

I alt beskæftiger de knap 2200 udenlandske virksomheder inkl. datterselskaber godt 170.000 personer, jf. tabel 4.2. Hele 41 pct. af disse er ansat i branchen andre tjenester, som bl.a. indeholder den finansielle sektor, databehandling og rengøring. Fremstillings- og handelsvirksomheder er andre store efterspørgere af arbejdskraft.

6) Noget tilsvarende sker muligvis, når danske virksomheder køber selskaber inden for samme branche i nærliggende lande.

Tabel 4.2 Antal ansatte i udenlandsk ejede virksomheder fordelt på brancher

Branche	Gns.antal ansatte	Antal virksomheder	Ansatte i alt	Fordeling af ansatte i alt
Ukendt	19	47	892	0,5
Landbrug mv.	21	18	384	0,2
Fremstilling	125	367	45.954	27,0
Forsyning	16	3	49	0,0
Byggeri	91	47	4.299	2,5
Handel mv.	36	984	35.445	20,8
Finansiering mv.	118	105	12.383	7,3
Andre tjenester	120	584	69.814	41,0
Off. tjenester	22	41	907	0,5
Alle	77	2.196	170.127	100,0

Kilde: Købmandsstandens Oplysningsbureau samt egne beregninger.

Det skal dog bemærkes, at alle ansatte i en virksomhed er indplaceret i samme branche, selvom virksomheden inklusiv datterselskaber opererer i forskellige brancher. Branchen andre tjenester har flest ansatte. Dette kan skyldes, at mange selskaber står opført som et holdingselskab, hvilket medfører at virksomheden er registreret under andre tjenester, selvom virksomheden måske har sin hovedaktivitet i f.eks. byggebranchen. Bl.a. er Skanska Holding og NCC Rasmussen & Schiøtz indplaceret i "andre tjenester", selvom deres hovedaktivitet ligger i byggebranchen.

Skanska Holding A/S er den udenlandsk ejede virksomhed med flest ansatte, skarpt forfulgt af IBM Danmark A/S, jf. tabel 4.3. De største udenlandsk ejede virksomheder er svenske. Det skal dog her bemærkes, at IBM naturligvis ikke er svensk men derimod amerikansk. Årsagen er, at det er IBM's svenske datterselskab, som juridisk ejer det danske datterselskab. Ligeledes gælder for Kuwait Petroleum, at virksomheden er ejet af det hollandske datterselskab, men at den reelle ejer er fra Kuwait.

Tabel 4.3 20 største udenlandsk ejede virksomheder i Danmark målt på antal ansatte

Virksomhed	Moderselskabs-land	Antal ansatte
Skanska Holding A/S	Sverige	4.461
IBM Danmark A/S	Sverige	4.215
NCC Rasmussen og Schiøtz A/S	Sverige	3.702
Asea-Brown Boveri A/S	Sverige	3.588
Forsikringsselskabet Codan A/S	Storbritannien	2.986
Scandlines Danmark A/S	Tyskland	2.923
Bus Danmark A/S	Storbritannien	2.500
Man B&W Diesel A/S	Tyskland	2.463
Norsk Hydro Danmark A/S	Norge	2.339
Vestas Wind Systems A/S	Holland	2.026
APV Pasilac A/S	Storbritannien	1.814
Statoil Danmark A/S	Norge	1.657
Compass Group Danmark A/S	Holland	1.553
SLG Holding A/S	Holland	1.407
Siemens Holding A/S	Tyskland	1.401
A/S Dansk Shell	Storbritannien	1.401
Bosch Telecom Danmark A/S	Tyskland	1.350
Kuwait Petroleum Danmark A/S	Holland	1.323
Electrolux Holding A/S	Sverige	1.311
Nestle Danmark Holding A/S	Schweiz	1.275
I alt		45.695

Kilde: Købmandsstandens Oplysningsbureau samt egne beregninger.

Også her kan man se, at det er i brancherne “andre tjenester” og “fremstilling”, at de fleste er beskæftiget. De 20 største virksomheder beskæftiger godt en fjerdedel af alle ansatte i de udenlandsk ejede virksomheder.

De udenlandsk ejede virksomheder i Danmark er domineret af, at det er eksisterende virksomheder, der er opkøbt, jf. Pedersen mfl. (1994). Kun en lille del af investeringerne går til opbygning af helt nye virksomheder, de såkaldte “greenfield” investeringer.

4.3 Egenkapital og egenkapitalforrentning for udenlandsk ejede virksomheder

Afkastet af egenkapitalen fortæller noget om, hvor godt en virksomhed klarer sig i forhold til konkurrenterne inden for samme branche. Afkastet af de udenlandske direkte investeringer i Danmark målt i forhold til egenkapitalen lå i 1997 på over 20 pct. i de godt 300 største udenlandsk ejede selskaber, jf. Det Økonomiske Råd (1999), hvilket er højere end i tilsvarende dansk ejede selskaber. I dette arbejdspapir udvides undersøgelsen ved at inddrage alle aktie- og anpartsselskaber, for at se om et tilsvarende mønster gør sig gældende for disse. Først belyses størrelsen af egenkapitalen og dernæst forrentningen heraf. Som sammenligningsgrundlag er medtaget andre selskaber, som ikke er datterselskaber.

Tabel 4.4 Egenkapitalen fordelt på brancher

Branche	Udenlandsk ejede virksomheder				Danske moderselskaber			
	Gns.	Sum	Pct.	Antal	Gns.	Sum	Pct.	Antal
	1000 kr				1000 kr			
Ukendt	3501	164560	1	47	2612	9313303	2	6446
Landbrug mv	25661	461893	0	18	5482	7263546	2	1491
Fremstilling	35565	13052359	27	367	11892	73632632	15	6737
Forsyning	8311	24934	0	3	1912	84109	0	63
Byggeri	8724	410011	3	47	1472	8406282	2	6505
Handel mv.	13865	13643156	21	984	4013	50408134	10	14346
Finansiering mv.	29082	3053613	7	105	18702	39779113	8	2426
Andre tjenester	74357	43424674	41	584	13046	288509366	60	26361
Off. tjenester	-417	-17084	1	41	1988	5629102	1	3186
Alle	33797	74218116	100	2196	8553	483025587	100	67561

Kilde: Købmandsstandens Oplysningsbureau samt egne beregninger.

De udenlandsk ejede virksomheders egenkapital udgør ca. 15 pct. af den samlede egenkapital for aktie- og anpartsselskaber i Danmark, mens antallet kun udgør 3,25 pct. Det ses også af tabel 4.4, at egenkapitalen i gennemsnit er noget større i de udenlandsk ejede virksomheder.

Tabel 4.5 Gennemsnitlig egenkapitalforrentning fordelt på brancher, 1998

Branche	Udenlandsk ejede virks. Egenkapitalforrentning			Danske moderselskaber Egenkapitalforrentning		
	I	II	Antal	I	II	Antal
Ukendt	1	-13	47	13	15	6.446
Landbrug mv	30	23	18	15	18	1.491
Fremstilling	38	38	367	22	24	6.737
Forsyning	2	-47	3	11	13	63
Byggeri	36	49	47	27	29	6.505
Handel mv.	46	51	984	20	21	14.346
Finansiering mv.	21	43	105	17	19	2.426
Andre tjenester	32	42	584	21	23	26.361
Off. tjenester	37	57	41	39	40	3.186
Alle	38	44	2.196	22	23	67.561

Anm.: Forskellen på egenkapitalforrentning I og II er, at II er renset for ekstraordinære poster.

Kilde: Købmandsstandens Oplysningsbureau samt egne beregninger.

De udenlandsk ejede virksomheder klarer sig stort set bedre i alle brancher end de danske virksomheder mht. egenkapitalforrentningen (EKF), jf. tabel 4.5. For at teste, om denne forskel er signifikant, er der lavet en simpel lineær regression på egenkapitalforrentningen. På venstresiden benyttes to mål for egenkapitalforrentningen, EKF I hhv. EKF II, der adskiller sig ved, om der er renset for ekstraordinære poster eller ej. På højresiden benyttes en dummy for ejerskab, som antager værdien 0, hvis ejerskabet er dansk, og værdien 1, hvis ejerskabet er udenlandsk. Desuden benyttes en branchedummy for de brancher, som er medtaget i tabel 4.5. Reference-branchen er "landbrug".

Model: Egenkapitalforrentning = Konstantled + Ejerskabsdummy + Branchedummy

Tabel 4.6 To modeller til beskrivelse af egenkapitalforrentning

	Parameterestimat	Standard-afvigelse	t-værdi	Signifikanssandsynlighed
<i>EKF I</i>				
Konstantled	14,52	3,69	3,94	0,0001
Udland	17,10	3,04	5,62	0,0001
Fremstilling	7,77	4,05	1,92	0,0549
Ukendt	-2,20	4,32	-0,51	0,6108
Forsyning	-4,79	20,23	-0,24	0,8126
Byggeri	12,55	4,09	3,07	0,0022
Handel mv.	6,36	3,87	1,65	0,1000
Finansiering mv.	1,66	4,67	0,36	0,7216
Andre tjenester	6,63	3,79	1,75	0,0806
Off. tjenester	23,89	4,46	5,35	0,0001
<i>EKF II</i>				
Konstantled	17,55	3,76	4,67	0,0001
Udland	21,92	3,10	7,06	0,0001
Fremstilling	6,15	4,13	1,49	0,1364
Ukendt	-3,07	4,41	-0,70	0,4866
Forsyning	-8,50	20,62	-0,41	0,6800
Byggeri	11,62	4,17	2,79	0,0054
Handel mv.	4,25	3,94	1,08	0,2812
Finansiering mv.	1,38	4,76	0,29	0,7722
Andre tjenester	5,38	3,87	1,39	0,1641
Off. tjenester	22,54	4,55	4,95	0,0001

Anm.: Forskellen på egenkapitalforrentning I og II er, at II er renset for ekstraordinære poster.

Kilde: Købmandsstandens Oplysningsbureau samt egne beregninger.

Det mest interessante resultat er, at dummy-variablen for udenlandsk ejerskab er signifikant, jf. tabel 4.6. En virksomhed i landbrugsbranchen vil f.eks. have en gennemsnitlig egenkapitalforrentning I og II på hhv. 31,62 og 39,47 pct., hvilket er hhv. 17,10 og 21,92 pct. højere end tilsvarende danske virksomheder, og et tilsvarende resultat gør sig gældende for stort set alle brancher. Virksomheder med udenlandsk ejerskab er altså i gennemsnit signifikant bedre til at generere afkast af egenkapitalen end virksomheder, der er dansk ejet.

5 Konklusion

Formålet med undersøgelserne har været at belyse betydningen af to særlige typer af ejere og deres evne til at styre virksomhederne. De udenlandske ejere og fondene er begge karakteriseret ved at have en speciel baggrund for at drive virksomhed i landet. Begge disse ejerformer har en betydelig udbredelse, og den stigende globalisering synes at lede til en større udbredelse af udenlandsk ejerskab.

De fondsejede virksomheder er ledet af en bestyrelse, hvor de enkelte medlemmer af bestyrelsen ikke må have særlige interesser i eller udbytte af fondens aktiviteter ud over normalt salær. Det betyder, at ledelsen af fonde ikke har den samme økonomiske tilskyndelse til at sikre en effektiv drift som personlige ejere af virksomheder har. Det har været anført, at fondsejede virksomheder har mulighed for at vente på et afkast af en investering, men der er næppe grund til at tro, at private ejere ikke er villige til at vente, hvis afkastet er stort. Tværtimod kan man indvende, at fonde kan risikere at komme til at vente på ingenting.

Alligevel viser det sig, at de fondsejede virksomheder klarer sig godt i sammenligning med andre selskaber. Det kan skyldes, at de fondsejede virksomheder ved omdannelsen til fondsejerskab havde et potentiale til videre udvikling. I nogle tilfælde er stifteren eller nære familimedlemmer til stifteren stadig aktive, hvilket kan påvirke virksomhedernes drift positivt. Et særligt tilfælde er, hvor en fond har majoriteten mens børn eller andre har mindre ejerandele, hvor disse har et økonomisk incitament til en positiv drift. Det har ikke været muligt at inkludere dette i beregninger.

Virksomheder med udenlandske moderselskaber har ligeledes præsteret et højt afkast af deres egenkapital på trods af, at der ofte vil være en stor afstand både fysisk og kulturelt mellem ejeren og den danske virksomhed. På den anden side vil den udenlandske ejer ofte have et nøje branchekendskab og ejerskabet vil være koncentreret, så en ejer kan træffe beslutninger og iværksætte dem hurtigt.

Spørgsmålet er, om de udenlandske ejere er bedre til at styre eller opkøbe virksomheder end danske virksomheder. For virksomheder med et langvarigt udenlandsk ejerskab er det første tilfældet, mens det er mere åbent for virksomheder, som er blevet handlet inden for en kortere årrække. Hvis købsprisen for virksomhederne har været højere end egenkapitalen i virksomhederne, dvs. der har været betaling for goodwill eller potentiale i virksomheden, kan den reelle forrentning for ejerne være lavere end den målte egenkapitalforrentning. Det problem er mindre for virksomheder, som har været i Danmark i mange år og ikke har købt virksomheder til i den seneste årrække.

Umiddelbart er der således ikke problemer med styringen i hverken fondsejede eller udenlandsk kontrollerede virksomheder. De synes at klare sig mindst lige så godt som selskaber kontrolleret af mere almindelig ejere som private eller institutionelle investorer. Det betyder dog ikke, at man skal se bort fra mulige fremtidige problemer ved eksempelvis fondseje og udenlandsk ejerskab. Manglende tilskyndelse til at gøre noget og selvsupplerende bestyrelser er eksempler på mulige problemer ved fondseje. Og med hensyn til udenlandsk ejerskab må vi formode, at den styringsmæssige ulempe ved at have et udenlandsk moderselskab vil blive mindre i takt med, at informationerne om lokale forhold vil blive lettere tilgængelige. For både fonde og udenlandsk ejede selskaber vil det også være relevant at se på andre fordele og ulemper end de rent styringsmæssige. Der er næppe tvivl om, at omfanget af udenlandsk ejerskab vil stige i de kommende år.

6 Litteraturliste

Andersen, L. L. (1998): *Fonde og foreninger II, fondsbeskatning*. Gadjura, København.

Det Økonomiske Råd (1999): *Dansk Økonomi, forår 1999*. København.

Møller, M. og N. Chr. Nielsen (1989): *Ejerskab, ledelse og incitamentsstrukturer*. *Nationaløkonomisk tidsskrift 1*.

Pedersen, T., J. Strandskov og S. Thomsen (1994): *Ejerforhold og konkurrenceevne i dansk erhvervsliv*. Erhvervsfremme Styrelsen, København.

Shleifer, A. and R. Vishny (1996): *A Survey of Corporate Governance*. NBER working paper no 5554.

Thomsen, S. (1996): *Foundation Ownership and Economic performance*. *Corporate Governance, 4, no. 4*.

Valentin F. og Pedersen (1993): *Udenlandsk ejet industri i Danmark - Virksomhedsprofiler og udviklingsmønstre*. Industri- og Handelsstyrelsen, København.