

Rapport fra ekspertgruppe som har vurdert Norges kapitalstyrke

Kapitaltilgang og økonomisk utvikling



Innhold

1 Ekspertgruppens mandat og sammensetning	3	5.2 Begrunnelser for offentlig inngripen....	16
2 Sammendrag.....	4	5.3 Statsstøtte i henhold til EØS- og WTO-avtalen	17
3 Tolkning av mandat, økonomiske sammenhenger mv.	6	5.4 Kan petroleumsinntektene øke faren for en ressursløsende næringspolitikk?	18
3.1 Tolkning av mandat.....	6	5.5 Konklusjoner om næringspolitiske virkemidler	20
3.2 Økonomiske sammenhenger	7	6 Kapitalinngangen til norsk næringsliv	21
3.3 Statens petroleumsfond og retningslinjene for den økonomiske politikken ...	9	6.1 Debatten om kapitaltilgang	21
4 Det konkurranseutsatte næringslivets rolle	12	6.2 Effektivitet og offentlig virkemiddelbruk i kapitalmarkedet.....	21
4.1 Den samfunnsøkonomiske betydningen av det konkurranseutsatte næringslivet.....	12	6.3 Forhold av betydning for kapitaltilgangen.....	21
4.2 Faktorer som bestemmer omfanget av det konkurranseutsatte næringslivet....	13	6.4 Oppsummering	26
4.3 Omstillingsproblemet	13	7 Konklusjoner om fondskonstruksjoner	27
5 Bruk av næringspolitiske virkemidler	15	7.1 Innledning	27
5.1 Målsettinger for bruk av næringspolitiske virkemidler	15	7.2 Hvordan fondskonstruksjoner kan påvirke forvaltningen av petroleumsformuen	27
		7.3 Vurderinger av fondskonstruksjoner som virkemiddel.....	27

Rapport fra ekspertgruppen som har vurdert Norges kapitalstyrke

Avgitt til Finansdepartementet

21. juni 2004

1 Ekspertgruppens mandat og sammensetning

Den 16. mars 2004 oppnevnte Finansdepartementet en ekspertgruppe for å vurdere Norges kapitalstyrke. Ekspertgruppen ble gitt følgende mandat:

”Stortinget ba Regjeringen i fjor høst om å vurdere anvendelser av Norges kapitalstyrke. Det konkrete vedtaket lyder:

”Stortinget ber Regjeringen utrede ulike måter å gjøre Norges kapitalstyrke til et konkurransefortrinn for norsk konkurranseutsatt næringsliv herunder fondskonstruksjoner som kan forvalte og investere deler av petroleumsfondet i norske bedrifter”.

Problemstillingen som ønskes utredet, er nært beslektet med spørsmål som relativt nylig er drøftet i andre sammenhenger. Denne problemstillingen var blant annet et sentralt element i Holden II-utvalget som la fram sin innstilling i april 2003 (NOU 2003:13) og i Pensjonskommisjonens rapport fra januar 2004 (NOU 2004:1).

Både den nåværende og tidligere regjeringer har basert den økonomiske politikken på en gradvis og forsiktig bruk av oljepenge, bl.a. for å unngå å svekke arbeidsvilkårene for den konkurranseutsatte sektoren. Et hovedprinsipp for den økonomiske politikken har vært at det meste av petroleumsinntektene gjennom Petroleumsfondet skal plasseres som finansinvesteringer i utlandet. Grunnlaget for denne retningslinjen har vært grundig utredet og drøftet i nasjonalbudsjettddokumenter og i forbindelse med at Petroleumsfondsløven ble vedtatt.

På denne bakgrunn bes ekspertgruppen oppsummere og vurdere kunnskapsstatus på feltet, bl.a. i lys av erfaringer og resultat fra tidligere utredninger.

Gruppen skal legge fram utredningen in-

nen 20. juni 2004. Vurderingene vil inngå i arbeidet med Perspektivmeldingen som legges fram for Stortinget høsten 2004.”

Ekspertgruppen fikk følgende sammensetning:

- Professor Agnar Sandmo (Norges Handelshøyskole) (leder)
- Ekspedisjonssjef Morten Berg (Nærings- og handelsdepartementet)
- Forskningsdirektør Ådne Cappelen (Statistisk sentralbyrå)
- Førsteamanuensis Tone Ognedal (Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo)
- Avdelingsdirektør Sigrid Russwurm (Finansdepartementet)

Sekretariatet har bestått av rådgiver Espen Erlandsen, Finansdepartementet, og førstekonsulent Ragnhild S. Berg Astad, Nærings- og handelsdepartementet.

Ekspertgruppen har hatt 4 møter.

2 Sammendrag

Ekspertgruppen har følgende hovedsynspunkter:

1. Ekspertgruppen legger til grunn at staten skal forvalte petroleumsformuen i tråd med de retningslinjer som er gitt fra regjering og Storting, som blant annet innebærer en jevn innfasing av petroleumsinntektene i norsk økonomi der en også ivaretar hensynet til fremtidige generasjoner. Gruppen legger videre til grunn at målsettingen er at Norges petroleumsformue skal forvaltes slik at vi får mest mulig ut av den samlede nasjonalformuen, innenfor de etiske retningslinjer som er fastsatt for denne forvaltningen.
2. Norges velferdsnivå er avhengig av internasjonal handel. Slik handel gir grunnlag for å utnytte komparative fortrinn og eventuelle stor-driftsfordeler gjennom spesialisering, slik at ressursene samlet sett kaster mer av seg enn uten slik handel. Det konkurranseutsatte næringslivet er viktig fordi det skaper valutainntekter som kan finansiere import av varer og tjenester.
3. Ekspertgruppen vil peke på at en ikke uten videre kan trekke slutninger fra utviklingen i konkurranseevnen for en enkelt bedrift eller næring til konkurranseevnen for et helt land. En økonomi med vekst og omstilling vil normalt være preget av ulik utvikling i konkurranseevnen for de enkelte næringer. Videre vil et forsøk på å bedre den kostnadmessige konkurranseevnen for en næring, for eksempel gjennom tilførsel av statlig finanskapital, kunne gi en dårligere utnyttelse av ressursene samlet sett, og dermed *ikke* bedre konkurranseevnen i samfunnsøkonomisk forstand. Det er derfor viktig å skille mellom konkurranseevnen for en enkelt næring og for Norge som helhet.
4. I et lengre perspektiv er det vanskelig å forutsi hvilke næringer som vil være utsatt for internasjonal konkurranse, og hvordan denne konkurransen vil arte seg. Dette skyldes blant annet at det er vanskelig å forutsi hvordan teknologiske endringer vil påvirke næringsstrukturen. Etter ekspertgruppens vurdering er det derfor umulig å avgrense hva vi skal regne som konkurranseutsatt virksomhet. Det er dermed også vanskelig å vite hvilke deler av disse næringene en eventuelt skulle gi spesielle privilegier til i dag (for eksempel gjennom en fondskonstruksjon som tilfører disse delene av næringslivet finanskapital), med sikte på å sikre at det konkurranseutsatte næringslivet har et visst omfang på lengre sikt.
5. Det er ekspertgruppens oppfatning at forekomsten av store inntekter fra naturressurser kan gi betydelige næringspolitiske utfordringer. Utfordringen består i hovedsak i at enkeltgrupper ser store gevinster i å utøve press mot myndigheter for å utløse offentlig tilførsel av kapital eller andre særtiltak. Den næringspolitiske målsettingen bør være å legge til rette for størst mulig verdiskaping i den forstand at politikken må dreie seg om hvordan man best kan utnytte de tilgjengelige ressursene i økonomien. Å gi etter for enkeltgrupper som vil bruke petroleumsformuen til å skaffe seg særordninger kan redusere verdien av ressursene og således svekke verdiskapingen i norsk økonomi.
6. Det er ekspertgruppens oppfatning at det ikke er tilstrekkelig belegg for å hevde at det samlet sett er knapphet på kapital i norsk næringsliv. En innretning av Petroleumsfondet for å tilgodese hele eller deler av næringslivet vil derfor ikke bedre muligheten for verdiskaping i landet. Derimot er det grunner til å tro at det motsatte kan være tilfellet slik at offentlig kapitaltilførsel vil svekke verdiskapingen og tilsløre behov for andre reformer.
7. Svikt i kapitalmarkedet kan i en del tilfeller lede til for lav kapitaltilførsel til samfunnsøkonomisk lønnsomme prosjekter. Etter ekspertgruppens mening er det imidlertid ikke noen god løsning å opprette fond som skal øke kapitaltilgangen til norsk næringsliv i slike situasjoner. Dersom markedssvikt gir lav kapitaltilgang bør dette eventuelt løses ved ordninger rettet mot den spesifikke markedssvikten, ikke med generell økt kapitaltilgang for en næring. Det finnes allerede en rekke fond og andre støtteordninger som er blitt begrunnet i å rette opp markedssvikt. For øvrig er det en rekke typer markedssvikt som ikke løses ved økt kapitaltilgang, men hvor økt investering bare vil gi lav avkastning. Det er ekspertgruppens vurdering at investering av deler av Statens petroleumsfond i norske bedrifter vil kunne gi en dårligere forvaltning av formuen enn

det man oppnår gjennom at Petroleumsfondet i sin helhet investeres i utlandet, ved at en forsering av investeringer innenlands vil redusere den totale avkastningen.

8. Ekspertgruppen mener at dersom en av andre grunner (jf. pkt. 7) likevel skulle velge å benytte en statlig fondskonstruksjon, bør en undersøke om dette kan ivaretas av eksisterende ordninger. Det er allerede etablert en rekke ordninger der staten har påtatt seg en eierrolle. Staten har plassert betydelige midler i fondskonstruksjoner og finansieringsordninger for norsk næringsliv, som blant annet er blitt begrunnet i knapphet på kapital i tidlige faser. Etter gruppens mening illustrerer dette at staten allerede har etablert en rekke fondskonstruksjoner som er ment å ivareta ulike prioriteringer og eventuelt også mulige mangler ved det norske kapitalmarkedet.
9. Ekspertgruppen vil påpeke at et fond som skal investere en større del av petroleumsformuen i norske bedrifter også vil bidra til en økning i statens eierandel i norsk næringsliv. En høy statlig eierandel kan lede til en mindre risikospredning i statens portefølje og reiser viktige spørsmål knyttet til styringsmuligheter og maktkonsentrasjon. Spesielt siden statens eierandel allerede er høy, bør en vurdere slike problemstillinger knyttet til statlig eierskap når en skal avgjøre om en skal investere mer av petroleumsformuen innenlands. Det har imidlertid ligget utenfor ekspertgruppens mandat å gå nærmere inn på hvor stor statens eierandel i næringslivet bør være.
10. Hvorvidt det skulle være ønskelig å øke den statlige eierandelen bør etter ekspertgruppens vurdering også ses i sammenheng med virkninger på makroøkonomien generelt, og for det konkurranseutsatte næringslivet spesielt. Det vises i den forbindelse til at Holden II-utvalget (NOU 2003:13) og Pensjonskommissjonen (NOU 2004:1) har drøftet virkninger knyttet til den kostnadmessige konkurranseevnen dersom en fondskonstruksjon (et pensjonsfond) skulle plassere en del av sine midler i det innenlandske kapitalmarkedet. Holden II-utvalget peker på at dette vil kunne ha tilsvarende virkning som om deler av Petroleumsfondet ble investert innenlands, og viser til at dette vil kunne føre til en sterkere kronekurs.
11. Utstrakt brukt av fondskonstruksjoner vil påvirke den budsjettpolitiske styringen. Fondskonstruksjoner bidrar til å binde opp statens utgiftsside, slik at handlingsrommet i budsjettpolitikken reduseres. Dessuten kan etablering av fondskonstruksjoner eller økning av kapitalen i eksisterende fond innebære at statsbud-

sjettet blir mer uoversiktlig (mindre transparent) og at det blir vanskeligere for regjering og Storting å prioritere mellom ulike formål. Dette vil over tid kunne svekke statsbudsjettet som styringsverktøy. Mindre handlefrihet i finanspolitikken kan føre til at pengepolitikken må bære et større ansvar i konjunkturstabiliseringen. Det kan få negative virkninger for konkurranseutsatte bedrifter.

3 Tolkning av mandat, økonomiske sammenhenger mv.

3.1 Tolkning av mandatet

Problemstillingen ekspertgruppen er bedt om å vurdere, tar utgangspunkt i Stortingets vedtak der regjeringen bes om å utrede ulike måter å gjøre Norges kapitalstyrke til et konkurransefortrinn for norsk konkurranseutsatt næringsliv på, herunder fondskonstruksjoner som kan forvalte og investere deler av Petroleumsfondet i norske bedrifter.

Ekspertgruppen tolker mandatet slik at den skal gi en selvstendig vurdering av denne problemstillingen, basert på blant annet den kunnskap som er reflektert i tidligere arbeid på feltet. Stortingets vedtak inneholder tre begreper som er sentrale knyttet til denne problemstillingen: *kapitalstyrke*, *konkurransefortrinn* og *fondskonstruksjoner*. Ekspertgruppen mener det er behov for å presisere hva en bør legge i disse begrepene.

Begrepet *et lands kapitalstyrke* kan forstås som at Norge er et land som er rikelig utrustet med kapitalressurser. Normalt spesifiseres kapital i realkapital og finanskapital og dette gir opphav til to ulike tolkninger av begrepet. Med realkapital menes bygninger, maskiner, produksjonsutstyr mv. Finanskapital er bankinnskudd, verdipapirer mv. Legger en til grunn den første tolkningen, vil kapitalstyrke innebære at Norge er et land som er rikt utrustet med realkapital. Kapitalstyrke vil da gi seg utslag i at hver enhet arbeidskraft som er nødvendig for produksjon har relativt mye realkapital til rådighet. I den andre tolkningen er kapitalstyrke avgrenset til finanskapital. Et lands *samlende* finansielle sparing kan bare skje i form av finansinvesteringer overfor utlandet. Denne tolkningen innebærer dermed at Norge er et land som har store netto fordringer på utlandet.¹ Etter ekspertgruppens vurdering er en rimelig tolkning av begrepet kapitalstyrke, slik dette er brukt i den aktuelle problemstillingen, at Norge er et land som er rikt på finanskapital. Ekspertgruppen bes med andre ord om å vurdere hvordan Norges *finanskapital* best kan utnyttes.

I Stortingets vedtak bes det om å utrede ulike måter å gjøre denne kapitalstyrken til et *konkurransefortrinn* for norsk konkurranseutsatt næringsliv på. Etter ekspertgruppens tolkning av anmodningen bes det med dette om en vurdering av hvordan en kan tilføre det konkurranseutsatte næringslivet en del av denne finanskapitalen – innenfor de lover og retningslinjer som gjelder for

slik støtte i henhold til EØS- og WTO-regelverk. Ekspertgruppen vil imidlertid peke på at det ikke er faktortilgangen i seg selv som skaper konkurransefortrinn for et land, men det er hvordan en utnytter faktorgrunnlaget til å øke produktiviteten som betyr noe.

Stortingets vedtak sier videre at en skal vurdere "... *fondskonstruksjoner som kan forvalte og investere deler av petroleumsfondet i norske bedrifter*". Ekspertgruppen legger til grunn at man med fondskonstruksjon mener oppbygging av et fond gjennom at staten, eventuelt i samarbeid med private investorer, tilfører fondet kapital og gir bestemte retningslinjer for forvaltningen av denne kapitalbeholdningen.

Ekspertgruppen vil peke på at de tre sentrale begrepene, jf. ovenfor, er nært beslektet med spørsmål som nylig er drøftet i andre sammenhenger. Det vises i den forbindelse til at spørsmålet om *kapitaltilgangen til norsk næringsliv* blant annet er drøftet i NOU 1995:16 (Skånland-utvalget), NOU 1996:17 (Bergo-utvalget) og NOU 2000:17 (Holden I-utvalget). Videre er problemstillingen knyttet til det *konkurranseutsatte næringslivets rolle* drøftet i NOU 2003:13 (Holden II-utvalget), mens spørsmålet om *fondskonstruksjoner* er belyst i NOU 2004:1 Pensjonskommisjonen). Ekspertgruppen vil også vise til at spørsmålet om hvordan petroleumsinntektene bør anvendes for å styrke norsk næringsliv relativt nylig har vært gjenstand for faglig debatt (Roland m.fl. (2001), Holmøy (2001) og Isachsen (2002)).

Rapporten er organisert på følgende måte: I kapittel 3.2 gjøres det rede for enkelte grunnleggende økonomiske sammenhenger, mens kapittel 3.3 omhandler retningslinjene for den økonomiske politikken. Kapitlene 4 - 7 omhandler diskusjon og vurderinger av spørsmål som berører den aktuelle problemstilling og som er sentrale i Stortingets vedtak. Kapittel 4 drøfter det konkurranseutsatte næringslivets rolle, mens kapittel 5 omhandler spørsmålet om bruk av næringspolitiske virkemidler for å påvirke næringsstrukturen. Kapittel 6 går nærmere inn på spørsmålet om kapitaltilgangen til norsk næringsliv. Kapittel 7 omhandler fondskonstruksjoner.

3.2 Økonomiske sammenhenger

Som bakgrunn for vurderingene som er knyttet til problemstillingen i mandatet, mener ekspertgruppen det vil være nyttig å gjøre rede for enkelte grunnleggende økonomiske sammenhenger som er vesentlige for forvaltningen av petroleumsinntektene og –formuen. Dette omfatter:

- kriterier for konsum og sparing over tid,
- kriterier for forvaltning av petroleumsformuen og
- hvordan forvaltningen av petroleumsformuen påvirker konkurranseutsatt næringsliv.

Kriterier for sparing og konsum over tid

Både for et enkelt individ og for et samfunn vil det være rasjonelt å spare i år med relativt høy inntekt for å kunne ha midler til konsum i år med lav inntekt. Sparing tilpasses dermed for å gi konsummuligheter i fremtiden.

Muligheten for å kunne jevne ut konsumet avhenger av at en kan spare pengene på noenlunde trygg måte, slik at den kjøpekraften en har fått, faktisk kan overføres til fremtidige år. Dette er mulig dersom en har et tilstrekkelig velfungerende kredittmarked. For en liten åpen økonomi som den norske er det å plassere pengene i utenlandske banker og verdipapirer en måte vi som nasjon kan spare på. Hvis dette ikke var mulig, og vi utelukkende måtte spare i Norge, ville vår eneste spareform være å investere innenlands og høste avkastningen av disse investeringene på et senere tidspunkt.

Ekspertgruppen legger til grunn at staten skal forvalte petroleumsformuen i tråd med de retningslinjer som er gitt fra regjering og Storting, som blant annet innebærer en jevn innfasing av petroleumsinntektene i norsk økonomi der en også ivaretar hensynet til fremtidige generasjoner. Gruppen legger videre til grunn at målsettingen er at Norges petroleumsformue skal forvaltes slik at vi får mest mulig ut av den samlede nasjonalformuen. Den beste forvaltningen av formuen vil være den som gir den høyest mulig nasjonalinntekten.

Nasjonalinntekten kan anvendes på ulike måter. Oppbygging av formuen for å ivareta hensynet til fremtidige generasjoner kan avveies mot et rettferdighetshensyn som tilsier at petroleumsformuen for eksempel bør gis bort til individer som er langt fattigere enn oss selv og våre etterkommere. Etter ekspertgruppens vurdering er ikke en videre diskusjon langs disse linjer relevant for problemstillingen en er bedt om å vurdere, og gruppen vurderer derfor ikke slike alternative anvendelser ytterligere.

Ovenfor er det resonnert som om det ikke er

noen forskjell på et individ og et lands politiske myndigheter. Det finnes grunner til at en nasjon skal resonnere noe annerledes enn et individ. Vi legger i vårt samfunn stor vekt på at individene selv skal få bestemme hvordan de tilpasser seg med hensyn til konsum og sparing. Det er samtidig vanlig å legge til grunn at myndighetene må anlegge et langsiktig perspektiv. Hensynet til kommende generasjoner og deres konsummuligheter kan derfor tilsi at dette bør tillegges større vekt i myndighetenes preferanser enn en normalt kan legge til grunn at det gjør hos enkeltindivider.

Kriterier for forvaltning av petroleumsformuen

Oljen og gassen på havbunnen er en del av Norges nasjonalformue. Når disse petroleumsressursene utvinnes og deretter selges på det internasjonale markedet, omdannes petroleumsformuen til fordringer på utenlandske varer og tjenester. Gjennom utvinningen av petroleumsressursene forvandles således en årlig kontantstrøm fra uttappingen av en ikke-fornybar naturressurs til en permanent finansiell inntekt ved omdanning av naturformuen til finansformue. Til tross for at kontantstrømmen er midlertidig, fordi naturressursen er endelig eller ikke-fornybar, omdannes en endelig inntektsstrøm til en varig konsumstrøm. Det gjør vi ved å plassere en stor del av inntektsstrømmen i et fond som gir permanent inntekt i form av avkastning, jf. avsnitt 3.3.

Formuen kan brukes til å kjøpe varer og tjenester fra utlandet til konsum i dag, eller den kan forvaltes slik at vi kan få et høyere forbruk av varer og tjenester i fremtiden. Slik forvaltning kan enten skje gjennom at vi kjøper varer og tjenester i utlandet som gjør oss mer effektive til å produsere i fremtiden (stipendier for utenlandsstudier, innleie av ekspertise, kjøp av maskindeler mv.), eller ved at vi investerer direkte i utenlandske verdipapirer. Begge typer investeringer gir oss på lengre sikt en avkastning som inngår som en del av nasjonalinntekten.

Den viktigste innvendingen mot å bruke av petroleumsformuen til å øke investeringene innenlands er at det i dagens situasjon høyst sannsynlig innebærer at avkastningen på vår sparing blir lavere enn den vil bli dersom vi velger å investere utenlands. Dersom kapitalmarkedene fungerer tilfredsstillende, vil investorene plassere midlene der de gir størst forventet avkastning, enten dette er innenlands eller utenlands. Avkastningen på plassering i utlandet vil stort sett være uavhengig av hvor mye vi investerer fordi Norges plasseringer normalt vil utgjøre en så liten andel av de totale plasseringer i det internasjonale kapitalmarkedet at avkastningen ikke påvirkes. Innenlands vil imidlertid petroleumsformuens størrelse føre til at avkastningen bli lavere jo mer vi investe-

rer.

Dersom kapitalmarkedene fungerer godt, vil de prosjektene som får finansiering, være de beste blant de eksisterende prosjektene. Dette innebærer at dersom et prosjekt A får finansiering, mens prosjekt B ikke får, vil det være fordi A har høyere forventet avkastning enn prosjekt B, justert for risiko. Dersom vi ønsker å finansiere flere prosjekter har vi derfor stadig dårligere prosjekter å velge blant. Dermed vil avkastningen bli lavere jo flere prosjekter man velger å finansiere, altså jo høyere investeringsnivået er innenlands.

Anta for eksempel at Petroleumsfondet pålegges å investere en andel av fondet innenlands. Dersom en i første omgang ser bort fra valutakursrisiko, og antar at det er perfekt mobilitet i kapitalmarkedet, vil en i utgangspunktet ha at innenlands avkastning er lik avkastningen på verdipapirer i utlandet på marginen.² Med en slik "retningslinje" for Petroleumsfondet ville etterspørselen etter norske aksjer og andre verdipapirer bare øke marginalt. Dersom den økte etterspørselen leder til økte investeringer innenlands, innebærer resonnementet ovenfor at kapitalavkastningen i Norge gradvis avtar og blir lavere enn i utlandet. Investorer uten bindinger om å investere innenlands vil imidlertid neppe akseptere lavere avkastning på sine innenlandske investeringer enn det de kan få utenlands, særlig når en også tar hensyn til at innenlandsk plassering kan gi høyere risiko (som følge av for liten diversifisering). De vil derfor omplassere sine midler til utenlandske verdipapirer. Sluttresultatet vil være at investeringene innenlands er omtrent uendret, men at en større del av norsk næringsliv er eid av Petroleumsfondet. Kapitalavkastningen er den samme i Norge og utlandet, men Petroleumsfondet vil trolig ha en dårligere risikospredning siden det er tvunget til å investere en stor del av sin portefølje i Norge.

Resonnementene ovenfor er basert på at kapitalmarkedene fungerer godt. Dersom dette ikke er tilfelle, kan det hende at samfunnsøkonomisk lønnsomme prosjekter ikke får finansiering, mens samfunnsøkonomisk ulønnsomme prosjekter får finansiering. I så fall kan det være mulig å øke innenlandske investeringer uten at kapitalavkastningen går ned, forutsatt at en kan finne frem til de samfunnsøkonomisk lønnsomme prosjektene.

En liten åpen økonomi som den norske kan både plassere og låne penger i utlandet uten at dette påvirker lånebetingelsene, det vil si hvilken avkastning vi får på plasseringene. Hvordan Norge som nasjon bør plassere sin samlede kapital³ er et spørsmål om hvor kapitalen kaster mest av seg og hvor stor risikoen forbundet med de ulike plasseringene er. Hvis vi kan plassere kapital i utlandet uten at det påvirker avkastningen, er det

bare lønnsomt å investere i realkapital i Norge så lenge avkastningen på denne kapital på marginen er minst like høy (risikojustert) i Norge, som den vi får ved å plassere pengene i utenlandske verdipapirer. I en vurdering av hvordan porteføljen best skal settes sammen, vil hensynet til ulik risiko altså være en sentral faktor.

Argumentasjonen ovenfor innebærer at så lenge den risikojusterte avkastningen av et investeringsprosjekt i Norge er høyere enn lånerenten i utlandet, vil det lønne seg å låne penger i utlandet og gjennomføre prosjektet. Dersom man får høyere avkastning ved å plassere penger i et fond som anvendes til realinvesteringer i Norge, enn å plassere pengene i utenlandske verdipapirer, gir dette høyere nasjonalinntekt. Dette resonnementet gjelder uansett hvilken næring eller kapitaltype en investerer i. Det gjelder også i prinsippet for offentlige investeringsprosjekter selv om den samfunnsøkonomiske avkastningen i praksis er vanskelig å måle. Hvis den samfunnsøkonomiske avkastningen av et prosjekt - det være seg et skolebygg eller en vei - er høyere enn den alternative avkastningen (avkastningen på finansinvesteringer i utlandet), bør prosjektet gjennomføres. Bare på den måten kan en oppnå den høyeste avkastningen av ressursene på lang sikt. En slik "retningslinje" gir først og fremst en portefølje av prosjekter som er lønnsomme og som derfor bør gjennomføres. I den konkrete utformingen av politikken er det imidlertid ikke hensiktsmessig å sette i gang alle investeringsprosjektene på en gang, fordi det i sum kan skape etterspørselsjokk i økonomien som reduserer avkastningen av prosjektene ved at de blir dyrere enn opprinnelig tenkt. Slike mer kortsiktige problemstillinger skal vi her se helt bort fra, selv om de kan være viktige for om en faktisk oppnår den høyest mulige inntekten på kapitalen.

Hvordan forvaltningen av petroleumsformuen påvirker konkurranseutsatt næringsliv

Det er velkjent fra den økonomiske litteraturen at dersom et land har stort omfang av naturbaserte næringer, som for eksempel petroleumsvirksomhet, vil landet normalt ha et langt mindre omfang av annet konkurranseutsatt næringsliv enn land uten slik virksomhet. I noen grad er dette banalt; har man relativt mye av en type næringsliv, kan en ikke ha relativt mye av alt annet. Land vil derfor normalt spesialisere sin produksjon til virksomhet som krever relativt mye av de produksjonsfaktorene som landet har relativt mye av sammenliknet med andre land.

Siden petroleumsformuen er fordringer på utlandet kan vi bare bruke den til å øke innenlandske investeringer i den grad vi kjøper inves-

teringsvarer og -tjenester fra utlandet (maskindeler, innleie av utenlandske eksperter mv.). Imidlertid er det som regel ikke mulig å øke slike investeringer uten bruk av varer og tjenester som ikke kan kjøpes fra utlandet (for eksempel arbeidskraft). Ved full kapasitetsutnyttelse vil dette måtte medføre at det blir mindre arbeidskraft tilgjengelig i annen virksomhet (for eksempel helse- og omsorgstjenester). Flyttingen av ressurser mellom næringene vil skje ved at den økte etterspørselen etter varer og tjenester til de innenlandske investeringene driver opp priser og lønninger, slik at offentlig og privat konsum av denne type varer og tjenester presses ned. Siden prisen på skjermede varer og tjenester øker, vil mer av konsumetterspørselen også rette seg mot import. Bruk av petroleumsformuen kan derfor gi opphav til betydelige omstillingsproblemer mellom sektorer. Denne utfordringen omtales ofte som "hollandsk syke".

Etterspørselspresset på skjermede varer og tjenester har to effekter som det er viktig å være oppmerksom på: For det første vil økt pris på arbeidskraft være negativt for det konkurranseutsatte næringslivet som ikke i samme grad kan velte de økte kostnadene over i prisene. Økte investeringer i konkurranseutsatt næringsliv kan dermed paradoksalt nok øke problemene for deler av sektoren. For det andre vil en del tjenester innenfor helse- og omsorgssektoren bli relativt dyrere. En svært stor del av utgiftene til disse tjenestene er lønnsutgifter til innenlands arbeidskraft, og det er vanskelig å vri seg over til import når lønnen øker, med mindre man kan flytte en betydelig del av for eksempel eldreomsorg til utlandet. Dette kan gjøre det politisk vanskelig å øke tilbudet av for eksempel omsorgstjenester samtidig som en skal øke innenlandske investeringer.

Hvis økonomien i utgangspunktet utnytter sine ressurser fullt ut, er det på denne bakgrunn ikke mulig å stimulere noen næringer gjennom for eksempel den økonomiske politikken uten at det får negative virkninger for andre næringer. Dette gjelder også for petroleumsvirksomheten som sådan. Dersom det viser seg at vi har mer petroleumsressurser enn vi hittil har trodd, og vi bestemmer oss for å utvinne disse, vil petroleumsvirksomheten trekke til seg mer ressurser, og i siste instans vil også dette gå ut over tradisjonelle konkurranseutsatte bedrifter. I en situasjon der vi er nær toppen av utvinningsvirksomheten vil petroleumsvirksomheten måtte avgi ressurser til annen virksomhet i årene fremover. Det vil i seg selv lette konkurransen om innenlandske produksjonsfaktorer og legge grunnlaget for vekst i annen konkurranseutsatt virksomhet, særlig hvis den innenlandske bruken av de løpen-

de petroleumsinntektene ikke øker for mye.

3.3 Statens petroleumsfond og retningslinjene for den økonomiske politikken

I mandatet er det vist til den økonomiske politikken og hovedprinsippene for bruk og forvaltning av petroleumsinntektene. Ekspertgruppen er ikke bedt om å vurdere hvilke konsekvenser retningslinjene kan tenkes å ha for problemstillingen som ønskes belyst, men finner det likevel nyttig å omtale utgangspunktet for etableringen av dagens økonomiske retningslinjer samt begrunnelsen for opprettelsen av Statens petroleumsfond og dets investeringsstrategi. Omtalen nedenfor bygger på regjeringsdokumenter som i særlig grad har drøftet disse problemstillingene.

Statens petroleumsfond ble opprettet i 1990 da Stortinget vedtok Petroleumsfondloven. Den første avsetningen i fondet fant sted i 1996. Bakgrunnen for å etablere fondet var petroleumsinntektenes særegne karakter sammenliknet med statens øvrige inntekter, og at disse burde synliggjøres på statsbudsjettet. Det ble særlig pekt på tre forhold: For det første den usikkerhet som er knyttet til den fremtidige utviklingen i statens inntekter fra petroleumsvirksomheten. For det andre at inntektene fra oljevirksomheten ikke har den samme inndragende effekten i forhold til innenlandsk etterspørsel som andre statlige inntekter (skatter og avgifter). For det tredje at petroleumsinntektene delvis motsvares av en nedbygging av petroleumsformuen. Olje og gass er ikke-fornybare ressurser. De løpende innbetalingerne fra petroleumsvirksomheten er i hovedsak en omplassering av olje- og gassressursene til finansielle fordringer, og ikke inntekter i vanlig forstand.

I forarbeidene til Petroleumsfondloven ble det videre understreket at de bakenforliggende realøkonomiske forholdene ikke endres ved at kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten i første omgang kanaliseres inn i et petroleumsfond. Det finanspolitiske styringsproblemet knyttet til petroleumsinntektene består i praksis særlig i å begrense anvendelsen av dem til kjøp av varer og tjenester. For rask økning i anvendelsen av inntektene til et for høyt nivå kan bidra til å øke pris- og kostnadsnivået, svekke konkurranseevnen og til for sterk nedbygging av det tradisjonelle konkurranseutsatte næringslivet.

I senere nasjonalbudsjetter er det blitt argumentert for at oppbyggingen av Petroleumsfondet har muliggjort en utjevning av bruken av oljeinntektene innenlands, for å sikre varig glede av inntektene. Opptjeningen kan frikoples fra forbruket. Samtidig har kapitaloppbyggingen vært begrun-

net med behovet for sparing for å dekke fremtidige pensjonsutgifter. Siden midten av 1990-tallet har nasjonalbudsjett- og langtidsprogramdokumentene inneholdt langsiktige generasjonsregnskapsberegninger som viser et betydelig finansieringsbehov knyttet til aldringen av befolkningen på lang sikt.

Gjeldende retningslinjer for den økonomiske politikken skriver seg fra våren 2001, da et bredt flertall på Stortinget sluttet seg til nye retningslinjer, jf. St.meld. nr. 29 (2000-2001) og Innst. S. nr. 229 (2000-2001). Endringen ble begrunnet med et behov for en klar og langsiktig strategi for bruken av oljeinntekter. Kapasitetsutnyttelsen i norsk økonomi var på et høyt nivå, etter den lengste, sammenhengende oppgangskonjunktoren på flere tiår. Samtidig bidro høye oljepriser til at oljeinntektene var klart høyere enn en tidligere hadde antatt. Langsiktige fremskrivninger trakk i retning av at inntektsstrømmene fra petroleumsektoren ville gi en vesentlig oppbygging av Petroleumsfondet i flere år framover. I forbindelse med Langtidsprogrammet 2002-2005 (St.meld. nr. 30 (2000-2001)) ble anslagene for økte oljeinntekter antatt å øke handlingsfriheten i budsjettpolitikken i årene fremover. Dette nødvendiggjorde etter regjeringens vurdering en klarere, langsiktig strategi for bruken av oljeinntektene over statsbudsjettet.

Retningslinjene for den økonomiske politikken slik de ble utformet i St.meld. nr. 29 (2000-2001) innebærer at petroleumsinntektene skal fases gradvis inn i økonomien, om lag i takt med utviklingen i forventet realavkastning av Petroleumsfondet (Handlingsregelen). Det skal også legges vekt på å jevne ut svingninger i økonomien, for å sikre god kapasitetsutnyttelse og lav arbeidsledighet. I senere budsjettdokumenter er dette blitt utdypet ytterligere: Det er viktig å unngå at store svingninger i avkastningen i Petroleumsfondet fra år til år forplanter seg til fastlandsøkonomien gjennom store svingninger i bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet. Retningslinjene åpner også for at i perioder med høy og økende ledighet kan handlefriheten i budsjettpolitikken som oljeinntektene gir utnyttes til å stimulere produksjon og sysselsetting. Motsatt kan det være behov for å stramme til i finanspolitikken i perioder med høy kapasitetsutnyttelse og presstendenser i økonomien.

De budsjettpolitiske retningslinjene er utformet slik at netto kontantstrøm fra oljevirksomheten i sin helhet skal overføres til Statens petroleumsfond, mens det bare er (den forventede) realavkastningen av fondet som skal brukes. Staten opprettholder dermed en betydelig sparing i årene fremover, noe som er nødvendig for å kunne møte den fremtidige økningen i pensjonsutgif-

tene og andre aldersrelaterte utgifter knyttet til helse og omsorg, uten å øke skattetrykket betydelig.

Holden-II utvalget (NOU 2003:13) slo fast at innføringen av de nye retningslinjene ikke innebar noe regimeskifte i den økonomiske politikken. (Innfasingen av oljepenger var om lag i samme størrelsesorden som i de foregående årene.) Ifølge beregningene som ble presentert i St.meld. nr. 29 (2000-2001), ville de nye retningslinjene gi en noe jevnere innfasing og rom for en litt raske økning i bruken av oljepenger over statsbudsjettet over de nærmeste 10-15 årene enn en hadde lagt opp til i tidligere langsiktige beregninger. Den faktiske bruken av oljepenger, målt ved det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet har imidlertid blitt klart høyere enn anslått i 2001, av sammensatte årsaker som er diskutert blant annet i Nasjonalbudsjettet 2004. Beregninger i denne meldingen og i Revidert nasjonalbudsjett 2004 viser at rommet for økt bruk av oljepenger er svært begrenset hvis en skal unngå å tære på formuen, slik en sentral forutsetning i retningslinjene var.

Samtidig er selve *forvaltningen* av Petroleumsfondet viktig. Akkumulert kapital i fondet plasseres i dag i utlandet. I forarbeidene til Petroleumsfondsloven fra 1990 ble det blant annet understreket at fondets plasseringsalternativer må avgrenses. Petroleumsfondet skal ikke være en alternativ finansieringskilde for formål som ikke når opp i konkurransen med andre utgifter over statsbudsjettet. I innstillingen til loven, Innst. O. nr. 32 (1989-1990) drøftes de omstillings- og pressproblemene som bruk av oljeinntektene innenlands kan føre til. Ifølge flertallet i Finanskomiteens syn burde akkumulert kapital i fondet plasseres som finansinvesteringer i utlandet. Dagens forvaltningsstrategi er senere utdypet og begrunnet. I Revidert nasjonalbudsjett 1997 ble det blant annet trukket frem følgende argumenter :

- Norge har for tiden store overskudd på driftsbalansen, noe som på betalingsbalansen pr. definisjon må motsvares av en like stor kapitalutgang. Det er i stor grad staten gjennom Petroleumsfondet som står for denne strømmen. Dersom Petroleumsfondet heretter ble plassert i Norge, og det dermed var privat sektor som skulle stå for denne kapitalutgangen, ville dette kunne ha stor påvirkning på penge- og valutamarkedene. For at private aktører skulle ønske å plassere sine penger i utlandet fremfor i Norge, måtte enten renten i Norge falle eller kronekursen styrke seg.
- Det vil ikke være mulig å plassere statens inntekter fra oljevirksomheten i de norske kapitalmarkedene uten å presse ned avkastingskravet på kapital i Norge under nivået i utlan-

det. Dersom myndighetene skulle forsøke å plassere vesentlige deler av oljeinntektene i det norske kapitalmarkedet, vil forskjellen på kapitalavkastningen i Norge og utlandet kunne bli betydelig. En slik politikk vil både svekke vekstevnen i norsk økonomi og gi dårlig avkastning på kapitalen i Petroleumsfondet.

- For sterk bruk av oljeinntekter i norsk økonomi vil skape endringer i næringsstrukturen som senere vil måtte reverseres.

Hensynet til en balansert utvikling i norsk økonomi er altså et sentralt argument for at de store oljeinntektene i årene fremover i all hovedsak plasseres i utlandet, og ikke anvendes i norsk økonomi.

De økonomisk-politiske retningslinjene er etter ekspertgruppens vurdering ment å være en rettesnor for hvor mye oljepenger som skal brukes, det vil si hvor mye som skal brukes til privat og offentlig forbruk til enhver tid, og der avveiningen mellom kortsiktige og langsiktige hensyn står sentralt. Siden 1971, da den ordinære oljeproduksjonen startet, er mer enn halvparten av oljeinntektene brukt innenlands, målt som nåverdien av oljekorrigert underskudd. Dette underskuddet tilsvarer omtrent 60 prosent av nåverdien av statens netto kontantstrøm. Ifølge Revidert nasjonalbudsjettet 2004 utgjør bruken i 2004 4,2 prosent av BNP målt ved det strukturelle, oljekorrigerte budsjettunderskuddet.

4 Det konkurranseutsatte næringslivets rolle

4.1 Den samfunnsøkonomiske betydningen av det konkurranseutsatte næringslivet

Norges velferdsnivå er avhengig av internasjonal handel. Slik handel gir grunnlag for å utnytte komparative fortrinn og eventuelle stordriftsfordeler gjennom spesialisering, slik at ressursene samlet sett kaster mer av seg enn uten slik handel. Det konkurranseutsatte næringslivet er viktig fordi det skaper valutainntekter som kan finansiere import av varer og tjenester. Innbyggerne i et land vil normalt foretrekke å forbruke både innlandske og utenlandske varer der fordelingen mellom innenlandske varer og utenlandske varer blant annet er bestemt av de relative prisene på disse varene. Det er ikke et mål i seg selv å ha et størst mulig konkurranseutsatt næringsliv.

Land som deltar i den internasjonale handelen må over tid ha en rimelig balanse i utenriksøkonomien. Fordelene ved internasjonal handel vil bli redusert dersom en ikke samtidig oppnår en full og effektiv ressursutnyttelse og en akseptabel inntektsfordeling. Et lands konkurranseevne kan uttrykkes som evnen til å opprettholde full og effektiv ressursutnyttelse samtidig som en har en langsiktig balanse i utenriksøkonomien og en akseptabel inntektsfordeling. For en enkelt næring eller sektor anvendes konkurranseevnebegrepet annerledes, og knytter seg til næringens evne til å overleve over tid. Dette avhenger av næringens lønnsomhet og evne til å tiltrekke seg investeringer og andre innsatsfaktorer.

Reve og Jakobsen (2001) og Holmøy (2001, 2002, 2003) har ulike syn i spørsmålet om det konkurranseutsatte næringslivets rolle. For å møte utfordringen knyttet til kombinasjonen av fall i oljeinntektene og eldrebølgen argumenterer Reve og Jakobsen for at (s. 360): "Det må altså i stor skala skapes nytt kunnskapsbasert næringsliv i Norge de to neste tiårene". Holmøy på sin side mener at Reve og Jakobsen har synspunkter som trekker i retning av at en bør vie konkurranseutsatt næringsliv spesiell oppmerksomhet fordi det som produseres i denne sektoren er en særskilt verdifull form for verdiskaping sammenlignet med annen produksjon. Holmøy (2002) hevder at slike resonnementer springer ut av et "landskamperspektiv" på handel mellom land,

der man overfører den enkelte bedrifts ønske om å utkonkurrere (også) de utenlandske bedriftene til et nasjonalt ønske om å kapre markedsandeler fra andre lands bedrifter. Et slikt perspektiv ligger ifølge Holmøy fjernt fra den grunnleggende analysen av internasjonal handel som er basert på komparative, og ikke absolutte, fortrinn. Holmøy understreker at selv om det har skjedd en utvikling innenfor handelsteorien, innebærer ikke dette at den klassiske analysen er forkastet eller har mistet sin relevans når en skal forklare grunnleggende trekk ved næringsstrukturen.

Ekspertgruppen vil peke på at en ikke uten videre kan trekke slutninger fra utviklingen i konkurranseevnen for en enkelt bedrift eller næring til konkurranseevnen for et helt land. En økonomi med vekst og omstilling vil normalt være preget av ulik utvikling i konkurranseevnen for de ulike næringer. Videre kan et forsøk på å bedre den kostnadsmessige konkurranseevnen for en næring, for eksempel gjennom tilførsel av statlig finanskapital, gi en dårligere utnyttelse av ressursene samlet sett, og dermed *ikke* bedre konkurranseevnen i samfunnsøkonomisk forstand. Det er derfor viktig å skille mellom konkurranseevnen for en enkelt næring og for et land.

En skiller ofte mellom det konkurranseutsatte og det mer skjermede næringslivet fordi økte kostnader har ulik effekt på lokaliseringen av produksjonen, på prisene og på sysselsettingen i de to typene næringsliv (se NOU 2003:10). Tradisjonelt har det konkurranseutsatte næringslivet blitt assosiert med industriproduksjon, mens man med skjermet næringsliv gjerne har forstått tjenesteproduserende næringer. Det er imidlertid ikke opplagt hva en skal regne som konkurranseutsatt næringsliv, verken i et kortsiktig eller langsiktig perspektiv. Gjennom de siste årene har økt internasjonal spesialisering og reduserte handelshindringer bidratt til å øke omfanget av handelen mellom land. Denne utviklingen har ført til at stadig flere næringer kan karakteriseres som konkurranseutsatte. Samtidig bidrar samspillet mellom skjermede og konkurranseutsatte bedrifter i form av leveranser av ulike varer og tjenester i produksjonen til å gjøre mange skjermede næringer utsatte for effektene av økt internasjonal konkurranse. I tillegg bidrar friere kapitalbe-

vegelser mellom land til å skjerpe kravene til avkastning både i konkurranseutsatte og skjermede næringer.

Næringsstrukturen er ikke statisk. Historisk har for eksempel teknologiske nyvinninger bidratt til store endringer i næringssammensetningen. På samme måte vil det være vanskelig å forutsi hvilke næringer som vil være utsatt for internasjonal konkurranse, og hvordan denne konkurransen vil arte seg fremover. Etter ekspertgruppens vurdering er det derfor lite hensiktsmessig å gi spesielle privilegier, for eksempel gjennom en fondskonstruksjon som tilfører disse delene av næringslivet finanskapital, for å konservere dagens næringsstruktur og konkurranseutsatte næringsliv.

4.2 Faktorer som bestemmer omfanget av det konkurranseutsatte næringslivet

Som påpekt i avsnitt 4.1 vil det normalt ikke være et mål i seg selv å ha et størst mulig konkurranseutsatt næringsliv. Det optimale omfang av det konkurranseutsatte næringslivet er bestemt av hensynet til effektiv ressursutnyttning, herunder behovet for å skape de valutainntekter som er nødvendige for å finansiere det ønskede forbruk av utenlandske varer og tjenester.

En lønnsom næring må kunne hevde seg i konkurranse med utenlandske bedrifter på produktmarkedene, og med andre norske næringer på arbeids- og kapitalmarkedene. I NOU 2003:10 (Rapport fra Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene) er det redegjort nærmere for forhold som bestemmer konkurranseevnen for det konkurranseutsatte næringslivet.

Dersom den kostnadmessige konkurranseevnen for konkurranseutsatt sektor i Norge blir svekket, for eksempel som følge av en sterkere vekst i lønnsatser og andre faktorpriser enn hva produktivitetsutviklingen gir rom for, vil konkurranseutsatte næringer gradvis tape markedsansider både på eksport- og hjemmemarkedene. Dette vil lede til at investeringene i næringene avtar og at sysselsetting og produksjon gradvis reduseres. Dersom en opprettholder nivået på importen i en situasjon der eksporten avtar, vil dette over tid lede til underskudd på handelsbalansen overfor utlandet. Underskudd på handelsbalansen kan en stund finansieres ved å tære på formue eller gjennom låneopptak, men før eller senere må balansen rettes opp gjennom redusert import eller økt eksport. Kravet til langsiktig balanse i utenriksøkonomien forutsetter derfor at produktivitetsutviklingen i de konkurranseutsatte delene av norsk næringsliv kan kompensere for

forskjellen mellom nasjonal og internasjonal vekst i faktorprisene, eller at landet har en evne til omstilling bort fra næringer som i særlig grad rammes av at kostnadsutviklingen er i utakt med utviklingen i de landene vi handler med. Dessuten innebærer valutainntektene knyttet til petroleumsvirksomheten at Norge kan ha et noe høyere kostnadsnivå enn om landet ikke hadde hatt slike inntekter, jf. avsnitt 3.2.

Dersom Norge skal opprettholde den nødvendige størrelsen på det konkurranseutsatte næringslivet må bedrifter som blir lagt ned, erstattes av nye. Dette krever at de nye bedriftene må ha minst like god konkurranseevne som dem man konkurrerer med i utlandet. Spesielt må investeringer i norsk konkurranseutsatt næringsliv gi avkastning på linje med investeringer i andre land. Hvis avkastningen på investeringer i Norge blir lavere enn avkastningen i andre land, vil det ikke være mulig å opprettholde et tilstrekkelig stort konkurranseutsatt næringsliv i Norge.

4.3 Omstillingsproblemet

Norge har i likhet med andre land opplevd en nedgang i sysselsettingen innenfor industrien over de siste tiårene (se NOU 2003:13). Dette reflekterer dels en trendmessig utvikling, dels knyttet til at høy produktivitetsvekst i næringen generelt, og dels en vridning som følge av at etterspørselen etter tjenester har økt raskere enn etterspørselen etter varer, i takt med at vi blir rikere. Nedgangen i sysselsettingen innenfor industrien som følge av en slik trend er derfor ikke et problem i seg selv. Nedgangen i sysselsettingen kan også reflektere en svekkelse av næringens kostnadmessige konkurranseevne i forhold til de landene man handler med. Denne utviklingen kan i så fall komme i konflikt med behovet for valutainntekter som kan betale for ønsket import av varer, jf. avsnitt 4.2, og hensynet til effektiv ressursbruk.

Holmøy og Heide (2003) peker på at det kan være store samfunnsøkonomiske kostnader forbundet med å øke aktiviteten i konkurranseutsatt næringsliv, dersom dette skal skje fra lave utgangsnivåer (det vil si reversere trenden). Dette har sammenheng med at økt produksjon normalt forutsetter økt lønnsomhet eller økte investeringer. Ofte vil både produktpriser og teknologiske forhold være gitte i det korte perspektivet, slik at økt lønnsomhet krever at kostnadsnivået faller, eller vokser mindre enn hos konkurrentene. Økte investeringer krever at avkastningen på investeringer i norsk konkurranseutsatt næringsliv er minst på linje med investeringer i andre land.

Dersom kostnadsnivået ikke blir lavere enn hos konkurrentene, vil konkurransen i markedet

føre til at bedriftene blir tvunget til å effektivisere, eventuelt at bedrifter går konkurs. Markedsmekanismen innebærer således at en kan få økt arbeidsledighet før kostnadsnivået etter hvert blir forenlig med kravet om balanse i utenriksøkonomien. Normalt vil noen av de som blir arbeidsledige forsvinne ut av arbeidsstyrken over på trygd, fordi langtidsledige mister mye av sin produktivitet og arbeidsevne underveis i prosessen. Denne typen omstillinger vil derfor kunne påføre økonomien betydelige kostnader.⁴ Omstilling for å øke aktiviteten i konkurranseutsatt næringsliv kan også medføre behov for etablering av helt nye næringer. Dersom det nødvendige minimum av kompetanse og "industrielt miljø" som gjør etablering lønnsomt og attraktivt har gått tapt i nedbyggingsfasen, vil det kunne medføre vesentlige samfunnsøkonomiske kostnader å bygge opp slik kompetanse fra grunnen av. Etter det ekspertgruppen kjenner til er det imidlertid ikke gjort forsøk på å tallfeste mer konkret den type kostnader som er knyttet til å skulle reversere nedbyggingen av det konkurranseutsatte næringslivet, ut over de virkninger slike omstillinger har på generelle indikatorer som for eksempel arbeidsledigheten.

I de neste par tiårene vil nedgangen i aktiviteten i petroleumssektoren trolig gi en betydelig omstilling av næringsstrukturen. Mange har derfor stilt spørsmål om hvilke næringer og virksomheter som skal komme som erstatning. Trolig vil dette være næringer som er intensive i bruken av produksjonsfaktorer som vi har relativt mye av. Samtidig er omfang og kvalitet på produksjonsfaktorer i et langsiktig perspektiv ikke bare naturgitt. Gjennom utdanningssystemet bestemmer vi i stor grad hvilke kvalifikasjoner arbeidskraften skal ha og forskning har stor betydning for teknologisk fremgang. Det er imidlertid ikke mulig å si om denne arbeidskraften vil være i typiske konkurranseutsatte bedrifter. Som påpekt i avsnitt 4.1, har det skjedd betydelige endringer i næringslivet de siste årene, gjennom at tradisjonelle skjermede virksomheter har blitt konkurranseutsatte. Det skyldes endringer i ytre rammebetingelser som handelssystem og teknologi. Særlig for transport og kommunikasjoner mer generelt er det gamle skillet mellom skjermet og konkurranseutsatt virksomhet ikke lenger relevant. Endringene kan bli store innenfor annen tjenesteytende virksomhet for eksempel som følge av at Internett har muliggjort å importere også tjenester fra utlandet i stor utstrekning.

5 Bruk av næringspolitiske virkemidler

5.1 Målsettinger for bruk av næringspolitiske virkemidler

Forekomsten av store inntekter fra naturressurser reiser en rekke næringspolitiske utfordringer, herunder i hvilken grad deler av Petroleumsfondet bør forvaltes ved investeringer i norske foretak. Allerede i dag er det en betydelig tilførsel av statlig kapital til næringslivet gjennom ulike ordninger. Alle slike former for tilførsel av kapital kan betraktes som næringspolitiske virkemidler som har betydning for den samlede verdiskapingen i landet.

Med begrepet næringspolitikk har man tradisjonelt ment selektiv støtte til enkeltnæringer. En politikk som innebærer særordninger kan være i motstrid til prinsipper om effektiv ressursutnyttelse. Her brukes derfor begrepet næringspolitikk i betydningen en politikk som skal legge til rette for størst mulig verdiskaping i norsk økonomi, gitt de ressursene som er tilgjengelige. Dette innebærer en forståelse av næringspolitikk hvor offentlige tiltak er direkte rettet mot kilder til ineffektiviteter i økonomien og innrettet på en måte som i minst mulig grad fører til andre tilpasninger enn det som skal til for å korrigere for markedssvikt. Verdiskapingen påvirkes blant annet av den makroøkonomiske stabiliseringspolitikken, internasjonal økonomi, skattepolitikken, kapital- og arbeidsmarkedet og hvorvidt markedene er velfungerende.

Når høyest mulig samlet verdiskaping er målet, er det ikke tilstrekkelig å betrakte verdiskapingen i én og én bedrift separat. Samlet verdiskaping kan naturligvis øke dersom en ulønnsom bedrift omstiller seg, men den kan også øke hvis bedriften legges ned og erstattes av annen og mer lønnsom virksomhet. Det samme gjelder for bransjer. Hvis enkeltbransjer opplever tilbakegang eller forsvinner, kan likevel verdiskapingen øke så lenge nye bedrifter eller bransjer etableres i tilstrekkelig omfang. Dette tilsier at næringspolitiske tiltak som iverksettes for å øke den privatøkonomiske lønnsomheten slik at en bedrift/bransje som ellers ville ha blitt avvirket blir opprettholdt, kan medføre at den samfunnsøkonomiske lønnsomheten reduseres.

Næringspolitiske virkemidler må ha som målsetting å fremme en samfunnsøkonomisk effektiv

bruk av økonomiens tilgjengelige ressurser. I en teoretisk perfekt markedssøkonomi vil relative priser avspeile de ulike varer og tjenesters reelle samfunnsøkonomiske verdi, og derigjennom bidra til at ressursene i økonomien allokeres til de anvendelser hvor de kaster mest av seg. I virkeligheten er imidlertid økonomien beheftet med en rekke imperfeksjoner, som gjør at markedssøkonomien ikke fungerer fullstendig effektivt. Imperfeksjoner og effektivitetstap er regelen snarere enn unntaket i en virkelig økonomi. Det er derfor først når imperfeksjonene er betydelige at det bør være aktuelt å vurdere bruk av ulike tiltak for å påvirke ressursallokeringen til spesielle næringer eller bransjer, med sikte på øke den samfunnsøkonomiske lønnsomheten. Slike tiltak bør i så fall være direkte rettet mot kilden til markedssvikt og innrettet på en måte som i minst mulig grad fører til andre tilpasninger i økonomien enn det som skal til for å korrigere for markedssvikten.

En del av norsk næringsstøtte har andre begrunnelser enn å fremme verdiskapingen i økonomien som helhet. Blant annet kan landbruksstøtten ses på som både et distriktspolitisk og et fordelingsmessig tiltak. Jordbruksnæringen har over tid hatt svak lønnsomhetsutvikling, men er blitt tildelt næringsstøtte, blant annet ut fra hensynet til å ivareta norsk matvareproduksjon, spredt bosetting og opprettholdelse av kjøpekraft i distriktene. Næringsstøtte kan også fungere som et middel for å få gjennomført politiske reformer. Et eksempel kan være en mer miljøvennlig profil på norsk næringsliv der det i en overgangsperiode gis støtte til bedrifter som ilegges grønne skatter.

All næringsstøtte vil i prinsippet kunne påvirke konkurransen mellom bedrifter - og dermed også ressursbruken i økonomien. Å kanalisere billig kapital fra Petroleumsfondet kan betraktes som næringsstøtte. Eventuelle samfunnsøkonomiske gevinster fra næringsstøtte finansiert gjennom bruk av petroleumsformuen, må vurderes opp mot den alternative avkastningen en kan få ved plassering i Petroleumsfondet. Det er også samfunnsøkonomiske kostnader knyttet til å finansiere næringsstøtten gjennom beskatning. De fleste former for skattlegging foregår gjennom vridende skatter som påvirker de prisene produsentene og forbrukerne står overfor. Det innebærer at de

mest lønnsomme disposisjonene før skatt ikke nødvendigvis blir de mest lønnsomme etter skatt. Skattleggingen fører dermed til en vridning i ressursbruken, noe som påfører økonomien et effektivitetstap og innebærer at det koster *mer* enn en krone å inndrive en krone i skatt. Disse samfunnsøkonomiske merkostnadene er betydelige, og kostnadene knyttet til finansiering av næringsstøtten må derfor veies opp mot eventuelle gevinster fra næringsstøtte.

Etter ekspertgruppens vurdering er det viktig at næringspolitikken og næringspolitiske virkemidler utformes i tråd med det overordnede målet om å legge til rette for størst mulig verdiskaping i norsk økonomi. Dilemmaet mellom konserverende og utviklende tiltak løses i prinsippet ved at de næringspolitiske tiltak som gjennomføres, er samfunnsøkonomisk lønnsomme og ved at de bidrar til økt samlet verdiskaping i økonomien. En må i så fall ta hensyn til at enhver ressursanvendelse har en kostnad i form av den nettoverdien en går glipp av når ressursene ikke kan anvendes i beste alternativ. Dessuten må en ta i betraktning at offentlige utgifter medfører en netto merkostnad på grunn av det samfunnsøkonomiske effektivitetstapet ved skattefinansiering.

5.2 Begrunnelser for offentlig inngripen

Det finnes en del situasjoner hvor det er velkjent at et uregulert marked kan fungere lite effektivt og hvor det kan være gode grunner til at det offentlige bør gripe inn med regulerende tiltak. En godt begrunnet næringspolitikk bør ta utgangspunkt i slike former for markedssvikt.

Dette kan for eksempel være tilfelle ved såkalte kollektive goder. Kollektive goder er varer og tjenester av en slik karakter at flere enn én aktør kan bruke godet samtidig. Klassiske eksempler er TV- og radioprogrammer og forsvar. Eksempler som er mer relevante for denne utredningen er forskning og utdanning.

Det vil som regel bli produsert for lite av kollektive goder i private markeder, og for få vil få tilgang til godene. Det er to viktige grunner til dette. For det første kan det være vanskelig å ta eiendomsrett til godet når det er produsert. Dette innebærer at det kan være vanskelig å hindre at også de som ikke har betalt for godet får nytte godt av det. Private produsenter vil dermed ofte finne det for lite lønnsomt å produsere slike goder. For det andre er et kjennetegn ved et kollektivt gode at det koster lite eller ingenting å la mange, eventuelt alle, få tilgang til dem når de først er produsert. Forskningsresultater er et eksempel. Dette innebærer at mens det samfunnsøkonomisk kan være lønnsomt å la mange, even-

tuelt alle, få tilgang til godet, vil private tilbydere ofte begrense tilgangen for å få en høyere pris.

Markedet leder altså lett til for lav produksjon av kollektive goder, og tradisjonelt har mange land derfor valgt å la det offentlige stå for hele eller deler av produksjonen av slike goder. En rekke av de tjenester som et velfungerende næringsliv er avhengig av er helt eller delvis kollektive goder. I tillegg til forskning og utdanning er ulike typer infrastruktur som veier og havner også delvis kollektive goder. Vel så viktig er alle de ulike instanser som til sammen utgjør et velfungerende byråkrati og rettsvesen. Land som ikke har et politisk system som gjør det mulig å utvikle denne siste type kollektive goder har ofte problemer med å få et effektivt næringsliv, selv om det ellers skulle ligge til rette for privat initiativ.

Et annet område som kan begrunne at det offentlige griper inn i markeder er når produksjon eller bruk forårsaker eksterne virkninger. En negativ ekstern virkning er en ulempe som påføres andre uten at den som påfører ulempen blir belastet noen kostnad for dette. Forurensende virksomhet er et klassisk eksempel. Motsatt kan det man gjør ha en positiv ekstern effekt hvis man påfører andre direkte nytte uten at man selv får noen kompensasjon for dette. Vakker arkitektur er et eksempel på noe som har positive eksterne effekter, det vil si nytte for andre enn dem som har betalt for bygningen. Generelt vil det bli produsert for mye av goder med negative eksterne effekter og for lite av goder med positive eksterne effekter. Dersom de negative eller positive eksterne effektene er betydelige, som for eksempel ved alvorlig forurensing, kan det være nødvendig at det offentlige griper inn i markedet for å få en samfunnsøkonomisk god løsning. De siste årene har det for eksempel vært bred enighet om at myndighetene bør regulere forurensingen fra bedrifter.

I en del markeder vil det være noen få dominerende tilbydere, slik at den enkelte tilbyder får betydelig monopolmakt. Dette innebærer ofte at prisene settes for høyt og det produseres for lite i forhold til det som er samfunnsøkonomisk optimalt. Monopolmakt kan også oppstå ved at produsenter samarbeider om å holde høye priser. Dominerende aktører på kjøpersiden kan lede til tilsvarende problemer. Å begrense produsenters monopolmakt og å hindre ulovlig prissamarbeid er en sentral del av konkurransepolitikken.

I en del tilfeller vil det være betydelige stordriftsfordeler i produksjonen av en vare eller tjeneste, slik at det er vesentlige kostnadsfordeler ved at produksjonen foregår i én eller noen få store bedrifter. Ved stordriftsfordeler er det verken mulig eller ønskelig med så mange produ-

senter at en får god konkurranse i markedet. Jernbane har vært et klassisk eksempel på en type tjeneste hvor det lett ville oppstå samfunnsøkonomisk sløsing dersom en skulle ha flere konkurrenter. Samtidig vil et uregulert marked med få, store produsenter gi for lav produksjon. I noen tilfeller, som med jernbane, har en tradisjonelt løst problemet ved at det offentlige selv driver produksjonen og ikke tillater konkurranse.

En av de viktigste forutsetningene for et vel fungerende økonomi, herunder den konkurranseutsatte sektor, er at myndighetene er i stand til å korrigere for betydelige former for markedsvisk på en effektiv måte. Diskusjonen om å sørge for et effektivt næringsliv bør derfor ikke begrenses til en diskusjon om kapitalinvestering i de ulike næringene. For eksempel kan støtte til forskning på konkurransepolitikk eller regulering av forurensing være samfunnsøkonomisk god næringspolitikk. Ressurskrevende reformer i byråkrati og rettsvesen kan i noen situasjoner kaste mer av seg samfunnsøkonomisk enn om ressursene ble brukt til mer direkte næringsstøtte.

5.3 Statsstøtte i henhold til EØS- og WTO-avtalen

EØS-avtalens artikkel 61.1 setter grenser for hvorvidt norske myndigheter kan tildele støtte til næringsvirksomhet. Offentlig støtte som truer med å vri konkurransen og påvirker samhandelen mellom avtalepartene er i utgangspunktet forbudt. Unntak er likevel gitt for blant annet å fremme utviklingen i visse områder (regionalstøtte) og visse former for næringsvirksomhet eller adferd, eksempelvis små og mellomstore bedrifter, støtte til forskning og utvikling, samt miljøtiltak. EFTAs overvåkningsorgan (ESA) er ansvarlig for en korrekt gjennomføring av EØS-avtalens regler om offentlig støtte. Alle planer om innføring av nye offentlige støttetiltak utenom eksisterende støtteordninger skal derfor forhåndsmeldes til ESA for godkjenning. Det samme gjelder endringer i eksisterende ordninger. Nye støttetiltak/endringer kan ikke iverksettes før tiltaket er godkjent av ESA.

Avtalen omfatter all støtte som ytes fra offentlige kilder. Med *statsmidler* forstås derfor også støtte bevilget av eller på vegne av kommuner eller fylkeskommuner. Dette gjelder uavhengig av om det er et offentlig eller privat organ som fordeles midlene. Som «støtte» regnes alle økonomiske tiltak som gir finansielle fordeler til bestemte bedrifter eller bestemte deler av næringslivet. Avtalen omfatter støtte gitt i enhver form, blant annet:

- direkte økonomisk tilskudd
- lån med for eksempel rentefordeler, eller andre gunstige vilkår
- tilførsel av aksjekapital på ikke-kommersielle vilkår
- offentlige garantier gitt på ikke-kommersielle betingelser
- manglende avkastning på aksjer eid av offentlige myndigheter, eller avkall på utbytte eller gevinster tilknyttet offentlige myndigheters eierandeler i private bedrifter
- salg av grunn, bygg, varer eller tjenester under markedspris
- skatt- eller avgiftsfordeler gitt til enkeltbedrifter eller utvalgte deler av næringslivet

Hvorvidt støtten er lovlig eller ulovlig vil ikke avhenge av om støtten gis fra et fond eller gjennom andre støtteordninger. Det avgjørende er om den støtten som faktisk gis har lovlige eller ulovlige egenskaper i forhold til EØS-regelverket om offentlig støtte.

Det går en grense mellom støtte som rammes av EØS-avtalen og *generelle økonomiske tiltak* som faller utenfor støttebegrepet i avtalens artikkel 61.1. Et generelt tiltak kjennetegnes ved at det ikke er selektivt, det vil si at det ikke leder til en begunstiging av enkelte foretak eller produksjonen av enkelte varer. For eksempel vil en devaluering av et lands valuta eller en senking av selskapsskatten eller merverdiavgiften som omfatter *hele* næringslivet, ikke anses å gi fordeler til bestemte bedrifter eller bestemte deler av næringslivet, og vil således ikke omfattes av støttebegrepet. Ekspertgruppen vil likevel påpeke at skattetiltak som utformes på generelt grunnlag kan komme til å favorisere selektivt fordi virkningen av skattetiltaket vil avhenge av i hvilken skatteposisjon bedriftene befinner seg.

Generelle støtteordninger som innebærer en netto tildeling av midler vil neppe betraktes som generelle økonomiske tiltak, selv om støtten i prinsippet omfatter alle bedrifter i landet eller en bestemt sektor. Det avgjørende kriteriet vil være om effekten av ordningen er selektiv. Støtteordninger som i praksis har en effekt som gjør at man begunstiger bestemte foretak i forhold til andre, vil derfor omfattes av støtteregelverket.

Innenfor WTO-systemet er det etablert en avtale om subsidier og utjevningsavgifter. Denne avtalen deler subsidier inn i to hovedgrupper:

1. Forbudte subsidier
2. Subsidier det kan treffes mottiltak mot

WTO-avtalen skiller mellom forbudte og angripelige subsidier. Det er forbudt med subsidier som er direkte betinget av eksportert kvantum eller bruk av innenlandske varer fremfor importvarer. Alle andre subsidier er i utgangspunktet angripelige hvis de gjør skade på andre medlem-

mers interesser. Subsidier er underlagt WTO-disiplinene kun hvis de er spesifikke, det vil si hvis de begunstiger spesifikke foretak eller sektorer, eller spesifikke grupper av foretak eller sektorer.

Bestemmelsene i EØS-regelverket for offentlig støtte er mer detaljerte og har en noe annen innretning enn subsidieavtalen i WTO. Formålet med subsidieavtalen er å begrense medlemslandenes mulighet til å subsidiere produksjon og varehandel i et slikt omfang at normal konkurranse undergraves, samtidig som subsidiering av næringsvirksomhet for å ivareta visse samfunnsmessige målsettinger ikke hindres.

Det generelle subsidieregelverket i WTO omfatter i utgangspunktet alle *varer* inkludert landbruk og fisk. Det er imidlertid en egen unntaksklausul for subsidier til landbruket med referanse til landbruksavtalen i WTO.

Det er ekspertgruppens oppfatning at en rekke konstruksjoner for å støtte næringslivet vil kunne komme i konflikt med EØS/WTO-regelverk. Hvorvidt en fondskonstruksjon som er ment å finansiere deler av næringslivet vil rammes av disse reglene, er vanskelig å ha en formening om på forhånd etter gruppens vurdering.

5.4 Kan petroleumsinntektene øke faren for en ressursløsende næringspolitikk?

Forekomsten av en stor petroleumsformue kan føre til et betydelig press for å påvirke de valg som fattes av myndigheter og politikere. Interesseorganisasjoner og enkelt næringer argumenterer ofte for at enkelte næringer bør få spesielle og fordelaktige rammebetingelser. En politikk som er basert på favorisering av enkelt næringer medfører betydelige informasjonsproblemer med hensyn til hvilke bransjer og virksomheter som bør få støtte.

Ovenfor ble det skissert et generelt krav om at offentlige tiltak bør være direkte rettet mot kilder til ineffektiviteter i økonomien og innrettet på en måte som i minst mulig grad fører til andre tilpasninger enn det som skal til for å korrigere for markedssvikt. Et sentralt spørsmål er om nedbyggingen av tradisjonell konkurranseutsatt industri, jf. avsnitt 4.3, reflekterer en form for markedssvikt, og derved kan begrunne statlige inngrep for å bremse nedbyggingen. Et annet spørsmål er om økt kapitaltilførsel fra det offentlige er en god måte å løse en slik potensiell markedssvikt på. Det finnes argumenter for å svare nei på begge spørsmålene, jf. avsnitt 4.3. Begrunnelsen er at omstillinger er markedets normale respons på veksten i den skjermede og også i den petro-

leumsrelaterte delen av økonomien, og at inngrep for å hindre denne omstillingen nødvendigvis vil svekke produktiviteten og den langsiktige veksten i økonomien.

På den annen side kan det hevdes at det er elementer av markedssvikt som kommer til syne i denne prosessen. I noen tilfeller kan næringer være gjensidig avhengige av hverandre på en måte som ikke direkte reflekteres i de enkelte bedrifers lønnsomhetstall. Dette vil være tilfellet når en har såkalte eksterne virkninger mellom bedrifter og næringer, slik at aktiviteten i enkelte bedrifter eller næringer påvirker lønnsomheten i andre næringer på en positiv måte. I en del nyere forskning har denne typen virkninger fått særlig oppmerksomhet under betegnelsen "klyngeeffekter". Det har for eksempel vært hevdet at Norge har en maritim klynge, og at utflagging av skipsfarten har negative lønnsomhetsvirkninger for andre deler av den maritime virksomhet i Norge (Reve og Jakobsen, 2001). Med utgangspunkt i dette synspunktet har det vært konkludert med at den samfunnsøkonomiske lønnsomheten av skipsfarten er høyere enn den private, noe som skulle begrunne selektive tiltak til gunst for næringen.

Et viktig poeng knyttet til diskusjonen av klynger er imidlertid at bedriftene også selv høster gevinster fra tilhørighet i en klynge. Slike gevinster bør være et argument for at bedriftene i næringsklynger nettopp ikke trenger spesiell fordelaktig behandling, fordi de allerede har lettere for å tiltrekke seg kapital og har større overlevelsessevne enn bedrifter og næringer som ikke høster fordelene av å være lokalisert i en klynge. I tillegg har all støtte, uavhengig av om det er til en klynge eller en bedrift, den effekt at disse kan tillate seg å være mindre konkurransedyktig enn de måtte ha vært uten tilsvarende støtte. Et annet poeng er at offentlige bidrag som er knyttet til eksterne virkninger i klynger, vil være et subsidium kun for et fåtall involverte. Til sammenligning vil offentlige støttetiltak som er begrunnet i betraktelig større eksterne virkninger, for eksempel knyttet til utdanning, forskning og utvikling, være en form for tiltak som favner mye større grupper.

Gjennomføring av selektive tiltak støter på mange problemer. Private aktører i næringslivet har et åpenbart privatøkonomisk incentiv til å argumentere for at deres virksomhet har positive produktivitetsvirkninger for resten av næringslivet, hvis en slik argumentasjon kan utløse statlige støttetiltak. Dette hadde ikke nødvendigvis vært et problem hvis påstander om positive virkninger hadde vært lette å etterprøve, men dette er typisk ikke tilfellet. En generell åpning for statlige støttetiltak for bedrifter og næringer som hevder at

deres samfunnsøkonomiske lønnsomhet er høyere enn den private, åpner for lobbyvirksomhet og "rent-seeking", det vil si at aktører bruker tid og innsats på å påvirke myndigheter eller skaffe seg selv fordeler i stedet for å drive verdiskapende arbeid. Denne type virksomhet vil være skadelig både for næringslivets produktivitet og for økonomien som helhet og kan forårsake kostnader som overstiger størrelsen på selve støtten (Johansen, 1979). Så til tross for at det kan eksistere teoretiske begrunnelser for positive eksterne virkninger, deriblant klynger, er risikoen betydelig for at en selektiv næringspolitikk vil erstatte ubetydelige tilfeller av markedssvikt med mer alvorlige eksempler på styringssvikt. Da vil selektive tiltak på lang sikt gjøre mer skade enn gagn. I boken *Oil Windfalls. Blessing or Curse?* oppsummeres mye av erfaringene i land som har store naturressurser og forfatteren Allan Gelb i Verdensbanken skriver (1988, s. 17): "A large rent component in national income, if not rapidly and widely dispersed across the population, is liable to divert scarce entrepreneurial talent away from commodity production into "rent-seeking" activities... Such rent-seeking activities, therefore, can be expected to lower the quality of domestic resource allocation".

I eldre litteratur om økonomisk politikk ble det gjerne fremholdt at jo flere virkemidler den offentlige sektor hadde til disposisjon, desto mer treffsikker kunne politikken gjøres. Jo mer nyantert målsetting staten hadde for den økonomiske og samfunnsmessige utviklingen, desto flere virkemidler var det nødvendig å ha. Resonnementet tok utgangspunkt i at politikken kunne utformes uavhengig av ønskene til de aktørene som ble berørt av den. I de senere år er man kommet til en erkjennelse av at et slikt underliggende premiss neppe er holdbart. Et bredt spekter av selektive virkemidler øker sannsynligheten for at aktører skal nå frem med argumenter om å endre den økonomiske politikken i deres favør, samtidig som slike endringer litt etter litt kan svekke helheten i politikken og lede til et totalresultat som er klart dårligere for samfunnet som helhet. For å beskytte seg mot slike prosesser kan det derfor være hensiktsmessig av de politiske myndigheter å legge bindinger på sitt eget frie valg av virkemidler. Et velkjent eksempel på en slik binding er å gi sentralbanken et selvstendig ansvar for pengepolitikken med en instruks om å føre en politikk som sikrer prisstabilitet. Dette legger bindinger på politikernes utforming av finanspolitikken, som må ta hensyn til at inflasjonsdrivende budsjetter vil utløse reaksjoner fra sentralbankens side. Dette synet på økonomisk politikk, med den positive begrunnelsen for rasjonaliteten i enkelte former for binding av virkemidler, har

vokst frem i litteraturen om politisk økonomi ("public choice"), og har etter hvert vunnet stigende aksept i økonomiske fagmiljøer.

Regelen om at Petroleumsfondet bare kan plasseres i utenlandske verdipapirer er en binding som kan betraktes fra samme synsvinkel. Denne regelen er tradisjonelt blitt begrunnet med blant annet ønsket om makroøkonomisk balanse, jf. avsnitt 3.3. Den kan imidlertid også begrunnes ut fra tankeganger i politisk økonomi. En forvaltning av petroleumsformuen som gjør det mulig å plassere vesentlige deler av den i norsk næringsliv, vil kunne legge forvalterne åpne for press fra innenlandske aktører som ønsker tilførsel av kapital. Isolert sett kan et argument for økt kapitaltilgang ha betydelig politisk appell, både til opinionen og politikerne - det kan dreie seg om å redde en hjørnesteinsbedrift som har stor betydning for det lokale arbeidsmarkedet, eller å sørge for at en bestemt type kompetanse fortsatt vil være til stede i regionen. Men hvis slike forslag blir imøtekommet, kan resultatet etter hvert bli dårlig både for norsk næringsliv som helhet og for avkastningen på Petroleumsfondet. Politikerne kan skjerme seg mot denne typen "rent-seeking" nettopp ved den eksisterende regelen om at fondet skal investeres i utlandet. Spørsmålet om man kan tenke seg institusjonelle ordninger som skjermer forvalterne mot denne typen press, samtidig som en del av Petroleumsfondet investeres innenlands, kommer vi tilbake til i vår diskusjon av fondskonstruksjoner i kapittel 7.

I tillegg til de generelle problemene som er knyttet til "rent-seeking", finnes det en omfattende litteratur som drøfter hvordan presset for å støtte spesielle næringer og bransjer forsterkes dersom et land er rikt utrustet med naturressurser (blant annet Sachs og Warner, 2001, og Gylfason, 2001). Den mest vanlige negative virkningen er presset for å hindre omstillingene som slike naturressurser kan gi opphav til, jf. avsnitt 4.3. En annen negativ virkning som er påpekt i denne litteraturen er at land med store ekstrainntekter fra utvinning av naturressurser får dårligere evne til å fatte gode politiske beslutninger. Ekstrainntektene gjør at fornuftige reformer enten ikke blir iverksatt, eller blir utsatt slik at omstillingsevnen i økonomien svekkes. Når økonomien blir utsatt for sjokk, for eksempel fra verdensøkonomien, kan ekstrainntektene bidra til at de negative effektene fra sjokket reduseres. Likevel kan det være en fare for at politikken ikke blir justert tilstrekkelig.

5.5 Konklusjoner om næringspolitiske virkemidler

Det er ekspertgruppens oppfatning at forekomsten av store inntekter fra naturressurser kan gi betydelige næringspolitiske utfordringer. Utfordringen består i hovedsak i at enkeltgrupper ser store gevinster i å utøve press mot myndigheter for å utløse offentlig tilførsel av kapital eller andre særtiltak. Den næringspolitiske målsetningen bør være å legge til rette for størst mulig verdiskaping i den forstand at politikken må dreie seg om hvordan man best kan utnytte de tilgjengelige ressursene i økonomien. Å gi etter for enkeltgrupper som vil bruke petroleumsformuen til å skaffe seg særordninger kan redusere verdien av ressursene og således svekke verdiskapingen i norsk økonomi.

6 Kapitaltilgangen til norsk næringsliv

6.1 Debatten om kapitaltilgang

På et aggregert nivå er det ikke mangel på kapital i Norge. En viktig årsak er at petroleumsformuen bidrar til store overskudd i statsbudsjettene. Denne formuen gjenspeiler i hovedsak omplassering av petroleumsressurser fra bakken til finansformue i utlandet, men også inntekter knyttet til avkastningen på fondets investeringer, jf. avsnitt 3.3.

Roland m.fl. (2001) argumenterer for at sammensetningen av sparingen i Norge, der staten står for det aller meste, bidrar til at konkurranseutsatte bedrifter får dårligere kapitaltilgang enn de ellers ville fått. Isachsen (2002) argumenterer i motsatt retning – at norsk næringsliv ikke har for dårlig tilgang på kapital og viser blant annet til at investeringsnivået i konkurranseutsatt sektor ikke er spesielt lavt i forhold til nivået i sammenliknbare land. Samtidig viser han til at avkastningen på investeringer i Norge gjennomgående er lav.

Spørsmålet om kapitaltilgang i norsk næringsliv har vært drøftet i tidligere offentlige utredninger, blant annet NOU 1995:16 (Skånland-utvalget), NOU 1996:17 (Bergo-utvalget) og NOU 2000:21 (Holden I-utvalget). En generell vurdering i disse utredningene er at det i hovedsak ikke er problemer knyttet til kapitaltilgangen til norsk næringsliv. I den grad kapitaltilgangen kan anses å være knapp, gjelder dette for Norges del først og fremst bedrifter i en oppstartfase. Denne problemstillingen har også vært sentralt fremme i den offentlige debatten (Roland m.fl. (2001), Isachsen (2002)). Problemstillingen om kapitaltilgang i en oppstartsfase er imidlertid ikke spesiell for Norge, ettersom en rekke av forholdene som påvirker kapitaltilgangen, og omtales i dette kapitlet, også er aktuelle i andre land.

6.2 Effektivitet og offentlig virkemiddelbruk i kapitalmarkedet

Kapitalmarkedets viktigste rolle er å sikre spredning av risiko og at investeringsvillig kapital kanaliseres til de anvendelser hvor den kaster mest av seg. Kapitalmarkedet er næringslivets hovedkilde til ekstern finansiering, og består

både av offentlige og private aktører.

Det er grunn til å tro at kapitalmarkedet generelt er beheftet med ulike typer ineffektiviteter, blant annet på grunn av informasjonsskjevheter (for eksempel fordi bedriftsetablereren har bedre kunnskap om prosjektet enn investoren). Myndighetene kan dermed tenkes å oppnå en samfunnsøkonomisk gevinst gjennom å påvirke markedene, eller kompensere for markedsimperfeksjonene. Ineffektiviteter innebærer imidlertid ikke nødvendigvis at det offentlige bør ta i bruk virkemidler for å rette opp disse imperfeksjonene. Som drøftet i kapittel 5 om næringsstøtte er årsaken til dette todelt. For det første relaterer ineffektiviteter seg til et teoretisk idealmarked. Således er innslag av ineffektiviteter en normaltilstand og ikke nødvendigvis en "feil" som kan rettes opp. For det andre gir offentlig virkemiddelbruk kun mening hvis denne kan innrettes slik at ineffektiviteten faktisk kan rettes opp, uten å skape nye, større problemer i markedet eller andre steder i økonomien. Dette krever presis informasjon om årsaken til markedssvikten. Eventuelle tiltak må dessuten være rettet direkte mot kilden til markedssvikt, og innrettet på en måte som i minst mulig grad fører til andre tilpasningsproblemer i økonomien enn dem en skal korrigere for. Dette stiller strenge krav til informasjon hos offentlige myndigheter. Videre må myndighetene besitte den type virkemidler som faktisk løser problemene.

Etter ekspertgruppens vurdering foreligger det i relativt liten grad analyser som tar opp og besvarer disse problemstillingene. Gruppen mener derfor det er behov for mer forskning på dette området.

6.3 Forhold av betydning for kapitaltilgangen

Ekspertgruppen er bedt om å vurdere forvaltningen av Norges kapitalstyrke. Som påpekt i avsnitt 3.1 kan dette tolkes som om deler av Petroleumsfondet bør benyttes til investeringer innenlands. Etter gruppens vurdering må det her implisitt ligge til grunn en oppfatning av at det eksisterer noen underliggende ineffektiviteter i kapitalmarkedet som staten kan rette opp gjennom å

tilføre kapital.

Graden av kapitalmobilitet, det vil si hvor lett kapitalen faktisk flyttes for å innhente størst mulig avkastning, kan påvirke kapitaltilgangen i Norge. Kapitalmobiliteten er høy hvis kapitalen raskt forflytter seg dit hvor utsiktene til avkastning er bedre enn andre steder, mens kapitalmobiliteten er lav hvis dette ikke er tilfellet.

Kapitalmobiliteten påvirker effekten fra investeringer av Petroleumsfondet innenlands på hovedsakelig to måter. Hvis kapitalmobiliteten er høy vil økte investeringer lede til en fortregning av privat kapital. Årsaken er at private investorer vil flytte ut parallelt med at Petroleumsfondet øker investeringene i Norge. Dette gjøres fordi de private ikke godtar lavere avkastning fra sine investeringer. Fortregningen av privat kapital gjøres således at det offentliges andel av eierskapet i næringslivet innenlands øker. Denne fortregningseffekten vil avta jo lavere kapitalmobiliteten er. Ved lav mobilitet vil private aktører ha høyere terskel for å flytte investeringene ut av landet. I så tilfelle vil de samlede investeringene økt og avkastningen i Norge avta etter hvert som investeringer fra Petroleumsfondet i norsk næringsliv øker.

I virkeligheten er ikke kapitalmobiliteten perfekt. Hvis utenlandske investorer ikke plasserer penger i Norge på tross av utsikter til god avkastning kombinert med at norske investorer hadde lite kapital å plassere, kan dette føre til at investeringene blir for lave i forhold til det som er samfunnsøkonomisk optimalt. Økte investeringer vil i så fall kunne lede til en bedre utnyttelse av samfunnets ressurser. Dersom avkastningen på kapitalen derimot er lav i Norge relativt til andre land, kan dette begrunne at også investeringene blir lavere. I så fall ville avkastningen av den samlede norske finanskapitalen falle dersom deler av Petroleumsfondet skulle investeres i Norge fremfor i utlandet. Innenlandsk plassering av deler av Petroleumsfondet ville dermed medføre sløsing med samfunnets ressurser.

Nedenfor drøftes ulike forhold som kan ha betydning for tilgangen på kapital for norsk næringsliv.

Betydningen av kapitalmobilitet

I den offentlige debatten blir det av og til hevdet at kapitaltilgangen til norsk næringsliv er for liten, blant annet fordi store deler av innbetalingerne fra petroleumsvirksomheten plasseres i utlandet gjennom Statens petroleumsfond. Under forutsetning av høy kapitalmobilitet kan imidlertid ikke dette være noe problem, siden utenlandsk kapital da ville strømmet inn dersom det var gode, uutnyttede investeringsmuligheter i Norge. I så fall ville tilgangen på kapital innenlands være uten betydning for investeringene innenlands.

Internasjonalt regelverk innebærer at det er få institusjonelle hindringer knyttet til kapitalmobilitet. Finanskapitalen skal kunne investeres i de land der den gir størst (forventet) avkastning til eierne. Det kan likevel være andre forhold som påvirker kapitalstrømmene. Investorer kan for eksempel ha preferanser for å investere nasjonalt eller lokalt, selv om avkastningen ved å investere andre steder ville ha vært høyere. Kapitalmobiliteten kan også begrenses av at investorer har bedre informasjon om investeringsmuligheter i sitt eget land enn i utlandet. En slik skjevhet i investorers porteføljer mot aksjer i selskaper i eget land, blir ofte omtalt som hjemmeskjevhet. I Flere studier tyder på at denne skjevheten er omfattende (French og Poterba, 1991, Bohn og Tesar, 1996). En norsk studie tyder likevel på høy kapitalmobilitet i Norge og at skjevheten mot innenlandske aksjer i investorers porteføljer er avtakende (Matsen og Thøgersen, 2002). Studien kan likevel ikke utelukke at begrenset kapitalmobilitet også kan virke begrensende på investeringene i Norge.

Grad av risiko

Det blir av og til hevdet at det er for liten tilgang på risikovillig kapital i Norge. Normalt vil investorer kreve å bli kompensert for høyere risiko i form av høyere forventet avkastning. Høyere risiko oppfattes altså som noe negativt av investoren. Dermed vil avkastningskravet være høyere jo høyere risiko det er forbundet med den aktuelle investeringen. Muligheten for diversifisering medfører at det er den udiversifiserbare (eller systematiske) risikoen en investor krever risikopremie for. Avkastningskravet til en gitt investering vil dermed avhenge av den udiversifiserbare (systematiske) risikoen i prosjektet (markedsrisiko).

For en investor vil kvaliteten på et investeringsprosjekt være reflektert i sannsynligheten for at prosjektet vil gi høy avkastning. Det er derfor ikke et mål i seg selv å øke investeringene i risikable prosjekter. Forventet avkastning må i så fall være høy relativt til risikoen.

Det foreligger ulike typer data for kapitalavkastning. En type baserer seg på nasjonalregnskapstall (NOU 2004:10 Om grunnlaget for inntektsoppgjørene) og viser lønnsomhetsutviklingen i industrien og andre næringer, i tillegg til bedriftsøkonomiske regnskapstall. Det er en rekke måleproblemer knyttet til nasjonalregnskapstallene og også betydelig usikkerhet knyttet til sammenligninger mellom land, noe som gjør at man må være varsom med tolkninger av nivå. Nasjonalregnskapstallene gir likevel en indikasjon på at norske bedrifter har lavere lønnsomhet enn hva som er tilfellet hos våre handelspartnere.

Nedgangen i lønnsomhet bekreftes av bedrifts-økonomiske regnskapstall. Dette tyder på at lønnsomheten og kapitalavkastningen i Norge i alle fall ikke er spesielt høy. I tillegg finnes det tall for ulike typer investeringer, blant annet avkastning av aksjemarkedsinvesteringer (Morgan Stanley Capital International). Ekspertgruppen har ikke hatt anledning til å foreta en selvstendig vurdering av disse tallene, men de tyder heller ikke på at avkastningen er spesielt høy for Norge. Det synes også å være slik at volatiliteten (variasjoner i avkastningen over tid) er høy. Det siste øker usikkerheten knyttet til investeringene og kan tyde på høy risiko for norske investeringer. Det bør i denne sammenheng bemerkes at Norge har en næringsstruktur med prisfølsomme næringer som gir stor variasjon i lønnsomhet over konjunktursyklusen, noe som påvirker volatiliteten. Det er også en del usikkerhet knyttet til de norske tallene idet man kun har pålitelige tidsreiser tilbake til 1969.

Etableringen av Petroleumsfondet kan ha bidratt til å redusere lånekostnadene utenlandske aktører står overfor. Norge vurderes som et trygt land å investere i når en tar finansiell stabilitet og makroøkonomisk balanse i betraktning. Slik sett kan etableringen av Petroleumsfondet ha bidratt til å redusere risikopremien på investeringer i Norge.

Etter ekspertgruppens vurdering tyder foreliggende studier og tallmateriale på at de store utenlandsplasseringene av norsk finansformue ikke gir for lav tilgang til risikokapital til norsk næringsliv. Ekspertgruppen vil imidlertid peke på at det kan være andre forhold som medfører at investeringer i prosjekter med høy risiko kan bli for lave.

Informasjonsskjevheter og investeringer i tidlig fase

Det har vært mye oppmerksomhet rundt aktører som opererer med investeringer i tidlige faser. Slike private investorer går ofte under betegnelsen venturekapitalister eller forretningsengler (private investorer som tilbyr finansiering til ikke-børsnoterte selskaper). I en studie av Sørheim (2000) hevdes det å være et uutnyttet investeringspotensial hos private investorer. Årsaken til dette er dels at tilgangen på gode investeringsprosjekter er lav og dels at investorene ikke har det nødvendige nettverket for å generere interessante investeringsmuligheter.

Normalt vil en investor (aksjonær, bank etc.) og en bedrift ha ulik informasjon om kvaliteten på et investeringsprosjekt. Når bedriften har bedre informasjon enn investoren, reduseres investors mulighet til å skille de gode prosjektene fra

de dårlige. Investor risikerer da å finansiere dårlige prosjekter og tape penger. Prosjekter som ville ha fått finansiering dersom investoren hadde samme informasjon som bedriften, får likevel ikke finansiering. Dermed kan det oppstå situasjoner hvor prosjekter med forventet avkastning som gjenspeiler investeringsens høye risiko, ikke realiseres.

Det vil være svært krevende for offentlige myndigheter å skulle kompensere for denne typen informasjonsskjevheter. Økt tilgang på kapital vil ikke løse dette problemet, fordi myndighetene vil ha tilsvarende informasjonsproblem som de private investorene når det gjelder å skille de gode prosjektene fra de dårlige. Dermed risikerer man at økt kapitaltilgang fra det offentlige i større grad går til de ulønnsomme prosjektene, fremfor de lønnsomme, og at de offentlige investeringene blir ulønnsomme. I tillegg kan økt kapitaltilgang fra myndighetene gi opphav til politisk press og lobbyisme for å foreta investeringer i ulønnsomme prosjekter, jf. avsnitt 5.2.

Investeringskompetanse

God kompetanse blant investorer til å vurdere prosjekter kan avhjelpe informasjonsproblemet. Det er imidlertid flere forhold som kan føre til at denne kompetansen blir lavere enn ønskelig. For det første krever prosjektplanlegging, finansiering og kommersialisering mye tid og kunnskap, og trolig besitter entreprenørene ofte ikke i tilstrekkelig grad denne typen kompetanse. For det andre, hvis Eiermiljøet er lite eller hvis eierne er små, kan det være store kostnader forbundet med å vurdere prosjekter. Det eksisterer allerede en rekke private initiativer som har til hensikt å bidra med dette, i tillegg til å være kontaktnett mellom mulige investorer.⁵

Et tredje forhold kan være at en investor bare har erfaring innenfor et avgrenset område. Den samme investoren kan da være mindre egnet til å vurdere prosjekter i annen næring eller en annen form for virksomhet. Dermed kan næringsstrukturen i et land påvirke hvorvidt visse typer prosjekter får finansiering.

Sammensetningen av sparingen

Roland m.fl. (2001) hevder at sammensetningen av sparingen i Norge, der staten står for en stor andel, bidrar til at konkurranseutsatte bedrifter får dårligere kapitaltilgang enn de ellers ville fått og at dette bidrar til å begrense investeringene i konkurranseutsatt sektor. Roland m.fl. mener derfor at mer av den statlige sparingen bør kanaliseres som egenkapital til norske bedrifter via private investorer. Det hevdes at et "grep" som løser noen av problemene, er en pensjonsreform basert

på en privat, fondert løsning. En slik løsning vil ifølge Roland m.fl. innebære at kapitaloppbyggingen som nå skjer i Statens petroleumsfond, i stedet blir kanalisert inn i private pensjonsfond, noe som blant annet vil kunne tilføre norsk næringsliv eierkapital.

Enkelte forhold trekker i retning av at privat fondering av pensjonene vil kunne øke tilgangen på kapital innenlands. Dette må ses i sammenheng med valutarisikoen forbundet med å holde valutaforordringer for private pensjonsfond. Det må samtidig tas hensyn til at redusert kapitalutgang og en stor årlig økning i den innenlandske fondsoppbyggingen vil innebære økt etterspørsel etter norske kroner. Verdien av kronen vil øke (realappresiering). En sterk krone vil svekke den kostnadmessige konkurranseevnen for konkurranseutsatt næringsliv.^{6,7}

I hvilken grad argumentet fra Roland m. fl. bør vektlegges, avhenger av om økte investeringer innenlands vil gi bedre avkastning enn hva dagens forvaltning av samlet norsk sparing gir. Isachsen (2002) påpeker i sin argumentasjon at avkastningen på investeringer i Norge har vist seg å være lav. Foreliggende tall trekker i samme retning (Morgan Stanley Capital International, NOU 2004:10), men det er betydelig usikkerhet knyttet til denne typen sammenlikninger. Det er på denne bakgrunn ikke grunnlag for å hevde at det er for liten tilgang på kapital i Norge, gitt omfanget av prosjekter og prosjektenes kvalitet.

Valg av en fonderingsløsning for pensjonssystemet vil også ha andre virkninger på norsk økonomi. Økt finansiell sparing kan kreve endringer i næringsstrukturen og kan dermed stille krav til fleksibiliteten i arbeidsmarkedet. Dette er nærmere drøftet i vedlegg 8 til Pensjonskommisjonens rapport (NOU 2004:1).

Eierskapsstruktur

Eierskapsstrukturen i Norge skiller seg fra mesteparten av Europa - ved at andelen direkte eierskap fra private investorer er lav og at det er få "sterke" eiere. Som dokumentert av Bøhren og Ødegaard (2002) er det også et særtrekk ved norske børsnoterte selskaper at styrene domineres av personer som ikke selv eier aksjer i bedriften. Eierskapsstrukturen har trolig betydning for verdiskapingen i bedriftene.

En stor del av midlene som investeres i børsnoterte selskaper, forvaltes av andre enn eierne. De som foretar investeringsbeslutningene er dermed ikke de samme som skal ha gevinsten av investeringene. Å utforme incentivordninger som bidrar til sammenfallende interesser mellom investorer og eierne kan være svært vanskelig. Mens eierne vil være interessert i at det treffes investeringsbeslutninger som maksimerer verdi-

en av deres aksjer, kan ledelsens personlige incentiver i sterkere grad være knyttet til vekst og ekspansjon, noe som ikke nødvendigvis gir størst mulig avkastning på eiernes kapital.

Nyere forskning⁸ indikerer at bedrifter med aktive eiere som deltar i styrevirksomhet, som regel gir de beste økonomiske resultatene. Det vesentlige skillet mellom godt og dårlig eierskap går ikke nødvendigvis mellom en privat eller offentlig eier; det er skillet mellom indirekte og direkte eierskap som er av betydning. Både fondsselskaper og staten representerer et indirekte eierskap. For begge disse eierformene vil det være et problem at avstanden mellom eiere og beslutningstakerne er stort. Eierne står overfor et styringsproblem. Dette kan kompenseres gjennom å bygge opp kompetanse hos eierne, eller ved å innsette gode styrerepresentanter. Norske fondsselskaper tar normalt ikke plass i styrene. Det er derfor uklart hvorvidt det er slik som det hevdes i Roland m.fl. (2001) at en økt andel fondsforvaltning fører til at det skapes en større andel aktive eiere. Forskningsresultater tyder også på at fondsforvalterne sjelden er i stand til å "slå" markedet og over tid generere bedre resultater enn fond som handler lite og primært er opptatt av risikospredning.⁹

I debatten om forvaltningen av Petroleumsfondet er det blitt foreslått at man på ulike måter skal kanalisere denne formuen til store private eiere, siden disse lettere vil oppnå høyere avkastning enn den man oppnår ved for eksempel å investere via Petroleumsfondet (Norman, 2001). Ekspertgruppen finner det imidlertid vanskelig å se hvordan man kan utnytte de gode incentivene som direkte eierkontroll har, uten samtidig å måtte gi fra seg avkastningen til de samme eierne. Store private eiere kan oppnå høy avkastning på kapitalen fordi de forvalter egne midler, og derfor har riktige incentiver. Dersom staten skal bruke denne typen eiere som forvaltere av petroleumsformuen vil problemene med feilincentiver neppe bli mindre enn ved annen type forvaltning. For at store private eiere skulle få riktige incentiver måtte de sannsynligvis selv få en betydelig del av gevinsten. I så fall ville gevinsten bli tilsvarende mindre for den øvrige del av befolkningen.

Studier tyder på at eierskapsstruktur og sammensetning av styre kan påvirke bedriftenes resultater gjennom hvor godt et selskap drives (Bøhren, 2002). Det er ekspertgruppens oppfatning at økt tilførsel av kapital til det norske næringslivet ikke løser eiernes styringsproblem, og heller ikke endrer eiernes incentiver til å være aktive. I stedet kan det være en fare for at lettere tilgang på kapital gir dårligere forvaltning av denne kapitalen. Dette vil i så tilfelle innebære en sløsing med ressurser.

Det pågår for tiden en omfattende forskning rundt spørsmålet om eierstyring generelt, og strukturer knyttet til det norske eierskapet spesielt. Forskere ved blant annet Handelshøyskolen BI har benyttet datasett fra Oslo Børs til mikrostrukturanalyser av det norske finansmarkedet. En av forskerne som er knyttet til dette programmet, professor Øyvind Bøhren, formulerer det slik i et intervju: "vi mangler ikke kapital, men godt eierskap" (Bøhren, 2002b).

Beskyttelse av investorer og innsidehandel ved børsene

For at investorer skal være villige til å investere i et selskap må de tro at de vil få tilbake den investerte kapitalen på et senere tidspunkt. Hvorvidt investorer kan anta dette, avhenger av hvor godt eiere og långivere er beskyttet av ekspropriasjon gjennom lovverk, reguleringer og øvrige institusjonelle forhold i økonomien. Ekspropriasjon kan ta en rekke former, eksempelvis majoritetsaksjonærer som beriker seg på bekostning av minoritetsaksjonærer eller ineffektiv drift som er til fordel for de ansatte i bedriften. Det institusjonelle rammeverket i økonomien er av betydning for kapitaltilgangen. Videre vil disse institusjonelle rammene være av betydning for nødvendigheten av eiermakt for å hindre ekspropriasjon. Dermed kan de institusjonelle rammene påvirke utbredelsen av ulike eierstrukturer og finansieringsformer. I økonomier med sterk eierbeskyttelse, som for eksempel USA og Storbritannia, kan en vente at eierskapet er mindre konsentrert og mindre aktivt, fordi aktivt eierskap i mindre grad er nødvendig for at en eier skal sikre sine investeringer. Sterk eierbeskyttelse kan også ventes å medføre at en større andel av investeringene finansieres gjennom aksjekapital.

Utviklingen i finansmarkedene går så fort at lovgivning og rettspraksis lett blir hengende etter. Derfor er det ikke gitt at det eksisterende lovverket er godt tilpasset hensynet til effektiviteten i kapitalmarkedet. Videre ligger det en innebygd selvpopprettholdelse i de fleste rettssystemer, hvor tolkninger av lover bygger på tidligere tolkninger eller dommer. Dette kan gjøre det vanskelig å endre på en rettspraksis som hindrer effektivitet i kapitalmarkedene. Det kan derfor være vel verdt å se nærmere på hvordan lover, reguleringer og sedvane slår ut for eierbeskyttelsen i økonomien.

Det pågår en omfattende forskning rundt disse forholdene for øyeblikket. Blant annet forskes det på betydningen av ulike rettslige tradisjoner, representert ved "common law" og "civil law". Norge er en del av den skandinaviske civil-law-tradisjonen (Bøhren og Ødegaard, 2002, La Porta

m.fl., 2000), som impliserer at vi har relativt høy investorbeskyttelse, spesielt av långivere (La Porta m.fl., 2000). Bøhren og Ødegaard peker på at dette kan forklare noe av den svake konsentrasjonsgraden i det norske eierskapet.

Ekspertgruppen vil peke på at tilsvarende som for eierskapsstruktur, er dette et forhold som ikke er knyttet til ineffektiviteter i kapitalmarkedet. Økt tilgang av kapital vil ikke kunne løse utfordringer av institusjonell art.

Oslo Børs er en markeds plass for kjøp og salg av aksjer. Omfanget av handelen på slike markeds plasser kan ha betydning for verdsettingen av foretakene det handles aksjer i. For det første vil det generelt være større tilløp til strategisk handel som har til formål å påvirke prisene på aksjer i et marked med få aktører, enn i et stort marked med mange aktører. Dette kan bidra til større avvik mellom aksjeprisene og de underliggende verdiene i selskapet, noe som utgjør en risiko for investorene og dermed kan føre til at avkastningskravet til aksjene øker. På denne måten kan lav omsetning av aksjer i seg selv øke risikopremien på aksjene på en børs, og dermed redusere etterspørselen etter de noterte aksjene. Lav omsetning av aksjer kan også øke usikkerheten knyttet til aksjens salgbarhet på en senere tidspunkt. Hvis det er liten handel på markeds plassen, kan slik usikkerhet øke kravet til risikopremien på aksjene.

Innsidehandel ved en børs kan medføre redusert etterspørsel etter aksjer fordi investorer risikerer at de står overfor en bedre informert motpart når de handler. Dette er forhold som kan gjøre det mindre attraktivt å handle med selskaper på slike markeds plasser. Kapitaltilgangen for børsnoterte bedriftene reduseres. I dette tilfellet er det andre forhold ved børsen enn etterspørselen etter aksjer som forårsaker lave investeringer. Selv om man skulle påvise både lav aktivitet og svak sammenheng mellom aksjepriser og underliggende verdier er det altså ikke mulig å trekke den konklusjon at økte aksjeinvesteringer ville avhjulpet problemet. I en studie av Eckbo og Smith (1998) hevdes det at Oslo Børs ikke er preget av innsidehandel.

Skattemessige forhold

Skattesystemet er en viktig del av rammebetingelsene for å investere og drive virksomhet i Norge. Norge har relativt lav formell skattesats på selskapsoverskudd men, i motsetning til de fleste andre land, en formuesskatt som bidrar til å øke den samlede kapitalbeskatningen. I dagens formuesskatt er det ulik skattemessig behandling av investeringer i produksjonskapital og investering i fast eiendom, jf. Skaug-utvalgets innstilling (NOU 2003:9) og Skattemeldingen (St.meld. nr.

29 (2003-2004)). Ulik behandling av verdisettingen av denne type formue er problematisk. Fast eiendom verdsettes lavt sammenlignet med for eksempel aksjeinvesteringer. For aksjeinvesteringer varierer også ligningsverdien etter som selskapet er notert på børs eller ikke. Konsekvensen er at investeringer i produksjonskapital jevnt over skattlegges hardere enn fast eiendom og bolig. Formuesskatten kan dermed bidra til å vri investeringene bort fra næringsvirksomhet. Studier (blant annet Reitan m.fl. 2001) tyder på at tilgangen på kapital oppleves fra bedriftens side å være knappest i den tidlige utviklingsfasen. En eventuell fjerning av formuesskatten kan derfor sies spesielt å være til fordel for bedrifter i etableringsfasen.

Formuesskatten kan i noen tilfeller skape likviditetsproblemer, spesielt hos nye bedrifter, siden skatten er uavhengig av likvide inntekter. Formuesbeskatningen av aksjene til bedriftsetablerere kan for eksempel medføre at en blir tvunget til å selge (deler) av sine aksjer, eller må tære på formue som alternativt kunne ha blitt investert videre i bedriften. Det første kan medføre at bedriftsetablereren taper kontroll over selskapet, og at en viktig kilde til kapital i nye bedrifter forsvinner. Begge disse forholdene kan gjøre det mindre attraktivt å starte egen virksomhet.

Formuesskatten kan også påvirke muligheten til avlønning av ansatte og eiere. Bedriftsetablere og ansatte i bedrifter som driver med nyskaping eier ofte aksjer i eget selskap. Aksjer og opsjoner benyttes ofte som en måte å avlønne ansatte på i en periode der selskapet har dårlig likviditet, og for å gi de ansatte incentiver til høy innsats. Formuesskatt på aksjer og opsjoner kan medføre at de ansatte må selge sine aksjer (etter eventuell realisasjon av opsjonene).

I tillegg øker arbeidsgiveravgift på opsjoner skattekostnadene for selskaper som benytter denne typen avlønning. Det er for så vidt mulig å tenke seg lønnsavtaler der lønnen er betinget på aksjekursens verdi, der dette gir den samme likviditetsavlastningen og de samme incentivene til innsats som aksjer og opsjoner i arbeidsforholdet kan gi. I så fall vil problemene som følger av formuesskatt på aksjer i arbeidsforhold kunne unngås. Det er imidlertid uklart hvor lett det vil være å utforme slike kontrakter i praksis.

Det kan gjøres skattemessige grep som kan påvirke tilgangen på investeringsvillig kapital, for eksempel endret verdisetting av formuesobjekter eller en fjerning av formuesskatten. Regjeringen har i St.meld. nr. 29 (2003-2004) gitt uttrykk for at den vil trappe ned formuesskatten med sikte på avvikling. En fjerning av formuesskatten vil innebære et inntektstap for staten, som til gitt provenyramme må dekkes inn på andre måter. Hvis

alternativet er å øke allerede høye vridende skatter, må effektivitetstapet ved denne økningen veies opp mot gevinstene som er knyttet til en reduksjon eller fjerning av formuesskatten.

6.4 Oppsummering

Det er ekspertgruppens oppfatning at det ikke er tilstrekkelig belegg for å hevde at det samlet sett er knapphet på kapital til norsk næringsliv. En innretning av Petroleumsfondet for å tilgode-se hele eller deler av næringslivet vil derfor ikke bedre muligheten for verdiskaping i landet. Derimot er det grunner til å tro at det motsatte kan være tilfellet og at økt offentlig kapitaltilførsel vil svekke verdiskapingen og tilsløre behov for andre reformer.

Svikt i kapitalmarkedet kan i en del tilfeller lede til for lav kapitaltilførsel til samfunnsøkonomisk lønnsomme prosjekter. Etter ekspertgruppens mening er det imidlertid ikke noen god løsning å opprette fond som skal øke kapitaltilgangen til norsk næringsliv i slike situasjoner. Dersom markedssvikt gir lav kapitaltilgang bør dette eventuelt løses ved ordninger rettet mot den spesifikke markedssvikten, ikke med generell økt kapitaltilgang for en næring. Det finnes allerede en rekke fond og andre støtteordninger som er blitt begrunnet i å rette opp markedssvikt. For øvrig er det en rekke typer markedssvikt som ikke løses ved økt kapitaltilgang, men hvor økt investering bare vil gi lav avkastning. Det er ekspertgruppens vurdering at investering av deler av Statens petroleumsfond i norske bedrifter vil kunne gi en dårligere forvaltning av formuen enn det man oppnår gjennom at Petroleumsfondet i sin helhet investeres i utlandet, ved at en forsering av investeringer innenlands vil redusere den totale avkastningen.

7 Konklusjoner om fondskonstruksjoner

7.1 Innledning

Ekspertgruppen er i mandatet bedt om å drøfte fondskonstruksjoner som kan forvalte og investere deler av Statens petroleumsfond i norske bedrifter. I de foregående kapitlene har ekspertgruppen drøftet flere spørsmål som berører denne problemstillingen. Nedenfor oppsummeres de implikasjoner som dette har for fondskonstruksjoner.

Ekspertgruppen legger til grunn at målsettingen er en forvaltning av Norges petroleumsformue som gir størst mulig nasjonalformue. Den beste plasseringen av petroleumsformuen vil være den som gir den høyeste nasjonalinntekten. Hvordan Norge som nasjon bør plassere sin samlede kapital, er derfor et spørsmål om hvor kapitalen kaster mest av seg og hvor stor risiko som er forbundet med de ulike plasseringene, innenfor de etiske retningslinjer som er fastsatt for forvaltningen av petroleumsformuen. Dersom man kunne oppnå høyere avkastning, når en også tar hensyn til større risiko, ved å plassere penger i en fondskonstruksjon i Norge enn å plassere pengene i utenlandske verdipapirer, ville dette gi høyere nasjonalinntekt. Motsatt ville plassering av penger i en fondskonstruksjon i Norge som gir lavere avkastning enn å plassere midlene utenlands, redusere nasjonalinntekten.

7.2 Hvordan fondskonstruksjoner kan påvirke forvaltningen av petroleumsformuen

Oppbygging av et fond skjer normalt ved at staten, og/eller private investorer tilfører fondet kapital og gir retningslinjer for forvaltningen av denne kapitalbeholdningen. Retningslinjene kan eksempelvis innebære at fondet skal investere (hele eller deler av) kapitalbeholdningen i bedrifter som er i en vekstfase (for eksempel i venturefond, såkornfond mv.), eller at det bare er avkastningen på fondsmidlene som skal brukes.

Etter ekspertgruppens vurdering vil opprettelse av slike fond som skal investere deler av Statens petroleumsfond i norske bedrifter gi en dårligere avkastning på formuen enn den man oppnår gjennom at Petroleumsfondet i sin helhet investeres i utlandet, i den forstand at investeringer innenlands vil redusere den totale avkastningen. En investering av formuen innenlands vil

i tillegg ha den effekt å fortrenge annen privat kapital, slik at en større del av norsk næringsliv er eid av staten via fondskonstruksjonen. Dette må ses i sammenheng med følgende: Dersom den økte etterspørselen etter aksjer og verdipapirer skulle lede til økte investeringer innenlands, vil dette kunne gi lavere kapitalavkastning i Norge enn i utlandet. Dette skyldes at de nye prosjektene som skal finansieres gjennom fondskonstruksjonen ville ha lavere avkastning, noe som også var årsaken til at de ikke fikk finansiering i utgangspunktet. Det er imidlertid ingen grunn til at investorer uten bindinger om å investere innenlands skulle akseptere lavere avkastning enn de kan få utenlands, utenom risikohensyn. Derfor er det sannsynlig at en del av disse vil omplassere sine midler til utenlandske verdipapirer. På denne måten risikerer vi at avkastningen blir lavere, samtidig som statens andel av norsk næringsliv øker.

Ekspertgruppen har også fremhevet at gjennomføring av selektive tiltak støter på mange problemer, blant annet fordi private aktører i næringslivet har et privatøkonomisk incentiv til å argumentere for at deres virksomhet har positive produktivitetsvirkninger for resten av næringslivet, hvis en slik argumentasjon kan utløse statlige støttetiltak, jf. avsnitt 5.3. Dette hadde ikke nødvendigvis vært et problem hvis påstander om slike positive virkninger hadde vært lette å etterprøve, men dette er normalt ikke tilfellet. En generell åpning for statlige støttetiltak for bedrifter og næringer, som hevder at deres samfunnsøkonomiske lønnsomhet er høyere enn den private, åpner for lobbyvirksomhet og "rent-seeking", det vil si at aktører bruker tid og innsats på å påvirke myndigheter eller skaffe seg selv fordeler i stedet for å drive verdiskapende arbeid. Men hvis slike forslag blir imøtekommet, kan resultatet etter hvert bli dårlig både for norsk næringsliv som helhet og for avkastningen på Petroleumsfondet.

7.3 Vurderinger av fondskonstruksjoner som virkemiddel

Formålene med fondskonstruksjoner kan variere. Eksempelvis er formålet med det direkte eierskapet i Statens petroleumsfond blant annet å skille mellom tidspunkt for opptjening og bruk av oljeinntektene. På denne måten kan innenlandsk

økonomi skjermes fra uheldige virkninger av svingninger i oljeinntektene. Petroleumsfondet er også et instrument for å bedre statens langsiktige finansielle balanse. Innenfor de rammene retningslinjene gir,¹⁰ er målet med forvaltningen av midlene i Petroleumsfondet å oppnå høyest mulig avkastning. Formålet med det direkte eierskapet i Folketrygdfondet¹¹ er gjennom formuesoppbygging å sikre at dette skal styrke det økonomiske grunnlaget for folketrygden. Målet med forvaltningen i Folketrygdfondet er å oppnå høyest mulig avkastning, innenfor de rammene retningslinjene gir.

Statlig engasjement, herunder eierskap i næringslivet gjennom en fondskonstruksjon, kan også være begrunnet ut fra ulike former for markedssvikt. Øremerkede fond er et av flere mulige offentlige virkemidler for å korrigere for markedsimperfeksjoner. Dersom formålet med et fond er å gi direkte støtte, kan fondskonstruksjoner gi større langsiktighet og/eller forutsigbarhet i bevilgningene. Dette kan være en fordel dersom det er avgjørende med stabile rammer innenfor den type virksomhet det gis støtte til. På den annen side vil slike fond kunne skape uønskede bindinger på den økonomiske politikken, jf. nedenfor.

Drøftingen i de foregående kapitlene innebærer at en kan stille fire krav til fondskonstruksjoner som har som formål å tilføre finanskapital til prosjekter som ikke blir finansiert i det private markedet:

1. Prosjektene må være samfunnsøkonomisk lønnsomme selv om de er privatøkonomisk ulønnsomme, det vil si det må foreligge en markedssvikt.
2. Markedssvikten må kunne rettes opp ved å tilføre finanskapital via en fondskonstruksjon.
3. Det må være sannsynlig at en fondskonstruksjon er i stand til å plukke ut de prosjektene som tilfredsstiller krav 1.
4. Kriteriene for støtte må være klare og ikke manipulerbare, slik at søkerne ikke bruker for mye ressurser på å påvirke sannsynligheten til å få tilført finanskapital fra fondet.

Det første kravet innebærer at offentlige tiltak, for eksempel tilførsel av statlig finanskapital til konkurranseutsatt næringsliv gjennom en fondskonstruksjon, bør knyttes til ulike former for markedssvikt, jf. avsnitt 6.2. Generelt kan markedssvikt skyldes eksterne virkninger knyttet til produksjon, investeringer eller forbruk av bestemte varer eller tjenester, det vil si positive eller negative effekter som ikke fanges opp i markedenes prising, og som ikke reflekteres i rene privatøkonomiske vurderinger. En annen viktig markedssvikt er asymmetrisk informasjon.

Enkelte fond kan selvsagt også være begrun-

net ut fra andre hensyn enn å rette opp en markedssvikt i snever forstand, som fordelingspolitiske målsettinger (for eksempel spredt bosetting). Selv om det kan være politisk uenighet knyttet til i hvilken grad man skal bruke næringsstøtte via fond til å løse fordelingsproblemer, kan også fond med slike formål i prinsippet utformes slik at de tilfredsstiller de fire kravene. En viktig betingelse er i så fall at kravene for tildeling på grunnlag av fordelingspolitiske hensyn er klare og ikke manipulerbare, slik at de riktige prosjektene velges ut og at søkerne ikke fristes til å bruke for mye ressurser på å påvirke tildelingene.

Ekspertgruppen mener at den internasjonale og langvarige trenden i retning av redusert systemsetting i tradisjonell konkurranseutsatt industri ikke reflekterer noen form for markedssvikt, jf. kapittel 5.3. Denne nedbyggingen er derimot markedets normale respons på veksten i tjenesterektede sektorer og også i den petroleumsrelaterte delen av økonomien. Inngrep for å hindre denne omstillingen vil derfor kunne svekke produktiviteten og den langsiktige veksten i økonomien. Ekspertgruppen er videre av den oppfatning at det heller ikke foreligger noen fordelingspolitiske grunner til at en bør subsidiere kapitalbruken i konkurranseutsatt næringsliv.

Med hensyn til det andre kravet er det i kapittel 5 understreket at offentlige tiltak kun gir mening hvis de kan innrettes slik at en påvist ineffektivitet faktisk kan rettes opp, uten å skape nye, større problemer i markedet. Dette krever omfattende og presis informasjon om årsaken til og karakteren av markedssvikten. Eventuelle tiltak må dessuten være direkte rettet mot kilden til markedssvikt og innrettet på en måte som i minst mulig grad fører til andre tilpasninger i økonomien enn det som skal til for å korrigere for markedssvikten.

Etter ekspertgruppens vurdering er kapitalgangen til norsk konkurranseutsatt næringsliv generelt sett god, selv om det samtidig kan være imperfeksjoner ved kapitalmarkedets virkemåte. Det at noen bedrifter i næringen ikke får finansiering, er ikke i seg selv et tegn på markedssvikt, men kan for eksempel skyldes lav lønnsomhet. Dersom den samfunnsøkonomiske lønnsomheten ved en bedrift er større enn det en ren privatøkonomisk vurdering tilsier, er det allerede etablert en rekke fond som har som formål å ta hensyn til dette, jf. nedenfor. Som ekspertgruppen har drøftet i kapittel 6 er det imidlertid også en del typer markedssvikt som leder til for lav kapitaltilgang, men hvor det å øke kapitaltilgangen ikke ville løse problemet. Dette gjelder for eksempel ved innsidehandel og styringsproblemer i bedrifter. Å investere mer i markeder og bedrifter som er utsatt for slike problemer vil ikke rette

opp markedssvikten, men bare føre til lav avkastning på investeringene.

Når det gjelder det tredje kravet er det ekspertgruppens oppfatning at et fond med et generelt formål om å investere deler av Petroleumsfondet i norske bedrifter ville være lite egnet til å plukke ut samfunnsøkonomisk gode prosjekter. Dersom fondet skulle drive tradisjonell investorvirksomhet ville det lett kunne ende opp med enten å "overta" de beste norske prosjektene fra private investorer, eller det ville ende opp med å måtte investere i prosjekter som har lavere avkastning enn det en kan få ved å investere i utlandet. Et mer ambisiøst formål for et fond om å plukke ut samfunnsøkonomisk lønnsomme prosjekter som private investorer ikke finansierer vil imidlertid også lett mislykkes, fordi tildelingskriteriene fort vil bli upresise. Som nevnt finnes det allerede en rekke fond som skal fange opp prosjekter som rammes av en konkret markedssvikt, eller hvor man eksplisitt ønsker å ta fordelingspolitiske hensyn. Det at fondene har klart avgrensede formål gjør at de kan bygge opp kompetanse på sitt område, og at tildelingene ikke i for stor grad kan manipuleres av søkere som bruker mye ressurser på å påvirke utvelgelsen. Et fond som har et generelt formål om å støtte norsk konkurranseutsatt næringsliv vil ikke ha noen av disse fordelene. Siden det kan være svært ulike årsaker til at bedrifter innenfor det konkurranseutsatte næringslivet mener seg berettiget til støtte (forskning, miljøhensyn, distriktshensyn) vil det være vanskelig for fondet å bygge opp kompetanse på å vurdere prosjekter.

Når det gjelder det fjerde kravet kan generelle og uklare tildelingskriterier gjøre et fond utsatt for manipulering fra ressurssterke aktører som vil forsøke å påvirke tildelingen. Slik manipulering kan lett lede til gal prosjektutvelgelse ved at de som er flinke til å påvirke kan fortrenge samfunnsøkonomiske gode prosjekter der en ikke bruker ressurser på å påvirke. I tillegg kan det være uheldig i seg selv at søkerne samlet sett bruker for mye ressurser på å påvirke tildelingen, siden mye av denne påvirkningsaktiviteten på marginen har liten informasjonsverdi i forhold til kostnadene, jf. avsnitt 5.3.

Ekspertgruppen mener derfor det neppe er mulig å etablere et fond som skal "forvalte og investere deler av Petroleumsfondet i norske bedrifter" slik at det tilfredsstiller de fire kravene nevnt ovenfor, uten at resultatet blir en duplisering av eksisterende fond. Ekspertgruppen vil for øvrig ikke utelukke at det kan være grunnlag for å opprette nye fond som har som formål å korrigere for andre former for markedssvikt enn dem som dekkes av dagens ordninger. Det kan også tenkes at det er ønskelig å øke bevilgningene til

eksisterende fond. Utgangspunktet for å opprette nye fond eller øke bevilgningene til de eksisterende bør imidlertid være at man kan dokumentere en markedssvikt, eventuelt at man har en avgrenset og eksplisitt fordelingspolitisk målsetting, og at fondet kan rette opp denne avgrensede markedssvikten.

Dersom en av andre grunner likevel skulle velge å opprette en fondskonstruksjon, bør en som nevnt undersøke om formålet med dette kan ivaretas av eksisterende ordninger. Selv om ekspertgruppen ikke har hatt som mandat å vurdere statens eierskap som sådant, vil en likevel i den forbindelse vise til at det allerede er etablert en rekke ordninger der staten har påtatt seg en eierrolle. Det direkte statlige eierskapet i Norge er omfattende (se NOU 2004:7). Eksempelvis er statens eierandel på Oslo Børs om lag 40 prosent, noe som er høyt i forhold til andre land. De største eierpostene på børsen er knyttet blant annet til Statoil, Hydro, Telenor og DnB. Indirekte eier staten også store poster gjennom ulike fondskonstruksjoner (Folketrygdfondet mv.). Staten har også et betydelig eierskap gjennom den statlige forretningsdriften. Videre hadde staten i 2003 plassert 20 milliarder kroner i andre fondskonstruksjoner og finansieringsordninger for norsk næringsliv. De største virkemidlene er Innovasjon Norge (15 mrd. kroner), Argentum (2½ mrd. kroner, det vil si den statlige andelen av den totale fondskapitalen), SIVA (1,5 mrd. kroner) og såkornfondene (1 mrd. kroner, når en inkluderer fondene Stortinget vedtok i 2003). Disse fondene er blant annet blitt begrunnet i knapphet på kapital i tidlige faser. Staten har også opprettet en fondsordning knyttet til Statens lånekasse for utdanning, som innebærer at stipendandelen kan betraktes som en fondsutbetaling. Ovenstående illustrerer dermed at staten allerede har etablert en rekke fondskonstruksjoner som er ment å ivareta blant annet ulike mangler ved det norske kapitalmarkedet.

Ekspertgruppen vil påpeke at et fond som skal investere en større del av petroleumsformuen i norske bedrifter også vil bidra til en økning i statens eierandel i norsk næringsliv. En høy statlig eierandel kan lede til en mindre risikospredning i statens portefølje og reiser viktige spørsmål knyttet til styringsmuligheter og maktkonsentrasjon. Spesielt siden statens eierandel allerede er høy, bør en vurdere slike problemstillinger knyttet til statlig eierskap når en skal avgjøre om en skal investere mer av petroleumsformuen innenlands. Det har imidlertid ligget utenfor ekspertgruppens mandat å gå nærmere inn på hvor stor statens eierandel i næringslivet bør være.

Hvorvidt det skulle være ønskelig å øke den statlige eierandelen bør etter ekspertgruppens

vurdering også ses i sammenheng med virkninger på makroøkonomien generelt, og for det konkurranseutsatte næringslivet spesielt. Det vises i den forbindelse til at Holden II-utvalget (NOU 2003:13) og Pensjonskommisjonen (NOU 2004:1) har drøftet virkninger knyttet til den kostnadmessige konkurranseevnen dersom en fondskonstruksjon (et pensjonsfond) skulle plassere en del av sine midler i det innenlandske kapitalmarkedet. Holden II-utvalget peker på at dette vil kunne ha tilsvarende virkning som om deler av Petroleumsfondet ble investert innenlands, og viser til at dette vil kunne føre til en sterkere kronekurs. Årsaken er at private eiere av fondskapital alt annet likt vil ønske å plassere en mindre andel i utlandet enn det staten gjør i dag gjennom Petroleumsfondet, for å unngå valutakursrisiko. Dette vil kunne lede til økt etterspørsel etter norske kroner og dermed en sterkere kronekurs. Gjennom en svekkelse av den kostnadmessige konkurranseevnen vil dette bidra til at det konkurranseutsatte næringslivet gradvis taper markedsandeler, jf. avsnitt 4.2.

Fondskonstruksjoner kan ha virkninger på næringsstrukturen. Slike konsekvenser omtales for eksempel i Pensjonskommisjonens rapport, vedlegg 8.

Utstrakt bruk av fondskonstruksjoner vil påvirke budsjettet som styringsverktøy. Fondskonstruksjoner bidrar til å binde opp statens utgiftsside, slik at handlingsrommet i budsjettpolitikken reduseres. Dette må ses i sammenheng med at fondsbevilgninger (avkastning på fondsmidler) i budsjettssammenheng kan fremstå som "gratis penger" fordi det bevilges et stort beløp som ikke inngår i beregningen av det oljekorrigerte underskuddet. Dette kan gjøre det ekstra fristende å iverksette offentlige tiltak gjennom å opprette et nytt fond. Men siden statens netto opplåning nødvendigvis vil øke tilsvarende fondsavsetningen (det må etableres et fond som skal generere en avkastning) vil statens netto renteutgifter øke, slik at statsbudsjettet samlet blir svekket tilsvarende det beløp som årlig bevilges (selv om det fremstår som "finansiert" av avkastningen til fondet).

En fondskonstruksjon vil ofte kunne oppfattes som om den i større grad bidrar til å sikre stabile, forutsigbare bevilgninger til et bestemt offentlig tiltak enn ordinære budsjettbevilgninger. Dette er trolig et hovedmotiv bak forslag om opprettelse av slike fondskonstruksjoner. Dermed vil en også unndra et formål fra vanlige prioriteringer i budsjettbehandlingen. Det er grunn til å tro at mange formål innenfor statsbudsjettet ville ønske seg ordninger som sikret statlige bevilgninger uten risiko for at staten kunne prioritere ned deres formål til fordel for andre. Vurderingen av

finansiering av offentlige tiltak gjennom en fondskonstruksjon bør derfor ta utgangspunkt i særskilte behov for forutsigbarhet.

Ekspertgruppen mener det er viktig å være klar over at etablering av fondskonstruksjoner eller økning av kapitalen i eksisterende fond gjør at statsbudsjettet blir mer uoversiktlig (mindre transparent) og at det blir vanskeligere for regjering og Storting å prioritere mellom ulike formål. Dette vil over tid kunne svekke statsbudsjettet som styringsverktøy.

Fotnoter

1 Ifølge Revidert nasjonalbudsjett 2004 utgjorde Norges netto fordringer på utlandet vel 813 mrd. kroner ved inngangen til 2004. Dette tilsvarer om lag 52 pst. av BNP.

2 Graden av kapitalmobilitet uttrykker hvor lett kapitalen faktisk flyttes for å innhente størst mulig avkastning. Kapitalmobiliteten er høy hvis kapitalen raskt forflytter seg dit hvor utsiktene til avkastning er bedre enn andre steder, mens kapitalmobiliteten er lav hvis dette ikke skjer.

3 Som en forenkling tenker vi her på realkapital og finanskapital, og ser bort fra naturkapital, menneskelig kapital mv.

4 Omstillingsproblemet kan også gjelde den mer skjermede delen av økonomien.

5 Eksempelvis Venture Cup og First Tuesday. Venture Cup arrangerer konkurranser hvor det bidras med råd og veiledning slik at forretningsideer utvikles til forretningsplaner. First Tuesday er et forum for å koble ideer med kapital og det arrangeres blant annet samlinger for nettverksbygging.

6 Denne problemstillingen er omtalt i et vedlegg til Pensjonskommisjonens rapport.

7 NOU 2004:1 *Modernisert folketrygd*, vedlegg 2.

8 Jf. forskningen som pågår knyttet til "Corporate Governance"-programmet ved Handelshøyskolen BI.

9 Jf. Bøhren (2002a) og Elton m.fl. (1996)

10 Statens petroleumsfond ble opprettet ved lov 22. juni 1990 nr. 36. Fondet blir hvert år tilført inntekter som svarer til statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten og avkastningen av fondets formue. Samtidig trekkes det hvert år fra fondet et beløp som går til å dekke det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet, jf. avsnitt 3.3. Petroleumsfondets kapital er i sin helhet investert i utlandet. Fondet er investert både i aksjer og i obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer på børsene i Europa, Nord-Amerika, Asia og Oceania. Eierandelen i enkeltelskaper er små, og fondet plasseres i bredt sammensatte ak-

sje- og obligasjonsporteføljer i land med velutviklet selskaps-, bør- og verdipapirlovgivning.

11 Folketrygdfondet kan eie aksjer og andre egenkapitalpapirer for inntil 20 prosent av fondets kapital. Fondet kan eie andeler for inntil 15 prosent av total aksjekapital eller grunnfondsbeviskapital i ett enkelt selskap i Norge. Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 0,5 prosent av total aksjekapital i ett enkelt selskap i Danmark, Finland eller Sverige. Fondet skal ikke utøve et aktivt eierskap for eksempel gjennom styrerepresentasjon i de selskapene hvor fondet har investert. Fondet kan være representert i bedriftsforsamlinger.

Referanser

- Bohn, H. og L.L. Tesar (1996): "U.S equity investment in foreign markets: Portfolio rebalancing or return chasing?", *American Economic Review*, 86:2, s. 77 – 81.
- Bøhren, Ø. og B.A. Ødegaard (2002): "Norsk eierskap: Særtrekk og sære trekk", i *Næringspolitikken for en ny økonomi* (Einar Hope red.), Fagbokforlaget, Bergen.
- Bøhren, Ø. (2002a): "Spiller aktivt eierskap noen rolle for fondsavkastningen?", *Investor* 1, 2002, 14
- Bøhren, Ø. (2002b): "Eiere som styrer gir størst lønnsomhet" *Horisont* 3, no. 3, 2002, 72-81
- Eckbo, B.E. og D.C. Smith (1998): "The Conditional Performance of Insider Trades", *Journal of Finance*, vol. 53, no. 2, april, s. 467-498
- Elton, E.J., M.J. Gruber og C.R. Blake (1996): "The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance", *Journal of Business*,
- Ernst&Young (2001): "En empirisk undersøkelse av de finansielle vilkår for SMB i Norge - med spesiell vekt på betydningen av private investorer", Ernst & Young, Trondheim.
- French, K.R. og J.M. Poterba (1991): "International diversification and international equity markets", *American Economic Review*, 81:2, s. 222 – 26.
- Gelb, A. m.fl. (1988): *Oil Windfalls – Blessing or Curse?* Oxford University Press, London.
- Gylfason, T. (2001): "Natural resources, education and economic development", *European Economic Review*, 45, 847-859.
- Holmøy, E. (2001): "Et verdiskapende Norge – Pop internationalism" på norsk?, *Økonomisk Forum* nr. 7, 2001, s. 12-16.
- Holmøy, E. (2002): "Bør oljeinntektene brukes til å satse på norsk næringsliv?" i *Hva gjør oljepengene med oss?* red. av A. J. Isachsen. Cappelen Akademisk Forlag.
- Holmøy, E. og K.M. Heide (2003): "Norges langsiktige behov for konkurranseutsatt næringsliv: Prinsipper og anslag", *Økonomiske analyser*, 2/2003, s. 3-15.
- Isachsen, A.J. (2002): *Hva gjør oljepengene med oss?* Cappelen Akademisk Forlag.
- Johansen, Leif (1979) "The bargaining society and the inefficiency of bargaining", *Kyklos*, vol. 32, 497-522.
- Matsen, E. og Ø. Thøgersen (2002):): "To what extent is capital really internationally mobile? – Assessments from a Norwegian perspective", SNF Report No. 28/102, Bergen Norway
- Norman, V. (2001): "Organisering av kapitalmarkedet" i *Riksdømmens problem* (Roland, K. m.fl. Red.), Universitetsforlaget, Oslo.
- NOU 1995:16 (Skånland-utvalget) Fra sparing til egenkapital, Finansdepartementet.
- NOU 1996:17 I Norge – for tiden? Konsekvenser av økt internasjonalisering for en liten åpen økonomi (Bergo-utvalget), Finansdepartementet, Næringsdepartementet og Utenriksdepartementet.
- NOU 2000:21 En strategi for sysselsetting og verdiskaping (Holden I-utvalget), Finansdepartementet.
- NOU 2003:10 Om grunnlaget for inntektsoppgjørene 2003 (Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene), Arbeids- og administrasjonsdepartementet.
- NOU 2003:13 Konkurransesevne, lønnsdannelse og kronekurs (Holden II-utvalget), Finansdepartementet.
- NOU 2004:1 Modernisert folketrygd – Bærekraftig pensjon for framtida (Pensjonskommisjonen), Finansdepartementet og Sosialdepartementet.
- La Porta, R., F. Lopez-de Silanes, A. Shleifer og R. Vishny (2000): "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, vol 58, 3-27.
- Reve, T. og E.W. Jakobsen (2001): *Et verdiskapende Norge*. Universitetsforlaget.
- Roland, K., V.D. Norman og T. Reve (red.) (2001): *Riksdømmens problem – oljeformue, eierskap og fremtidens pensjoner*. Universitetsforlaget, Oslo
- Sachs, J.D. og A.M. Warner (2001): "The curse of natural resources", *European Economic Review*,

45, 827-838.

St.meld. nr. 1 (2003-2004) Nasjonalbudsjettet
2004

Sørheim, R.: (2000): "Informal Investors in
Norway, a Categorisation and Policy Implica-
tions", mimeo, NTNU