

Villy Bergström och Jan Södersten:*
Nominella och reala vinster i svensk industri

Det är ett välkänt faktum att kapitalandelen av förädlingsvärdet i svensk industri har fallit under efterkrigstiden. Det är främst under perioden från slutet av 1950-talet till början av 1970-talet som man kan tala om en fortgående avsevärd omfördelning av förädlingsvärdet i industrin från kapitalersättning till löner.

Kapitalandelens nedgång tycks — att döma bl a av Kapitalmarknadsutredningen — ha haft en motsvarighet i en likaledes långsiktig nedgång av industrins räntabilitet, vilken i sin tur avsatt en sjunkande soliditet, så att en allt större del av företagens kapitalanvändning finansierats med lån. Denna utveckling har ansetts föra med sig främst två problem.

För det första riskerar en försvagad vinstutveckling¹⁾ att sänka industriföretagens investeringsbenägenhet. Detta skulle försvåra för svensk ekonomi att bevara externbalans vid den inriktning den ekonomiska politiken haft under efterkrigstiden på liberal handelspolitik med exponering av näringslivet inför internationell konkurrens.

För det andra medför sänkt soliditet en ökad känslighet för konjunktursvängningar hos företag. En konjunkturedgång riskerar — om soliditeten är låg — att dra med sig en hög frekvens av fallissemang.

Vi försöker i den här artikeln göra en grov men konsistent beräkning av räntabilitet och soliditet i industrin för efterkrigstiden för att undersöka om det verkligen inträffat en trendmässig vinstnedgång och försämring av soliditeten. Vi vill från början understryka att vi här behandlar den långsiktiga utvecklingen under efterkrigstiden. Vi diskuterar inte vad som inträffat under krisen 1977—78. Vinstutvecklingen under dessa år har en rad speciella förklaringar, som inte nödvändigtvis har att göra med de långsiktiga tendenser som vi behandlar här.

Vårt utgångsår är 1951, ett högkonjunkturår. Slutåret, 1976, är bättre ur industrins resultatsynpunkt än de svaga åren under krisen 1977—78. Vår frågeställning är därför: har det under efterkrigstiden fram till krisen 1977—78 skett en trendmässig nedgång av industrins räntabilitet och soliditet?

Den metod vi använder för att analysera lönsamhetsutvecklingen presenterades av Sven-Erik Johansson i denna tidskrift nr 3—4/1977. Innebörden är bl a att reala kapitalvinster på lager och anläggningar och realvärdeförändringar på monetära tillgångar och skulder räknas in i resultaten. Som vanligt vid bedömningen av räntabilitetsberäkningar bör man här ha klart för sig att det är fråga om "mekaniska" uppräkningsbelegg och kapitalvärden. De olika indexserierna döljer relativprisförändringar inom aggregatet, vilket gör att den genomsnittliga utvecklingen för industriföretagen blir missvisande exempelvis för sådana branscher och företag vars kapital drabbats av obsolescens. Det bör dessutom understrykas att det ligger i kalkylernas karaktär att de bara speglar långsiktiga tendenser.

Det kan också hävdas att det har föga intresse att alls ta hänsyn till kapitalvinster vid beräkning av räntabiliteten i industrin. Kapitalvinster på tillgångar i företagen är ju — utom när det gäller lagerkapitalet — latent. I många fall, när det gäller företagsspecifikt produktionskapital, kan kapitalvinsterna inte realiseras annat än genom en försäljning av hela företaget.

Detta är viktiga påpekanden att ha i minnet men då bör det också noteras att även latent kapitalvinster ställer existerande företag i ett fördelaktigt läge jämfört med icke etablerade liksom kapitalvinster på redan företagna investeringar innebär fördelar jämfört med investeringar som ännu inte företagits. Vårt hänsynstagande till industriföretagens kapitalvinster för resultatutvecklingen har i

*) Villy Bergström och Jan Södersten är verksamma vid Arbetslivscentrum resp. Industriens Utredningsinstitut, Stockholm.

1) När vi här talar om vinster menar vi självfallet vinster relaterade till något; såsom kapitalvolym (räntabilitet), förädlingsvärde eller omsättning (marginaler). Exakta definitioner ges nedan.

själva verket en motsvarighet i företagets beteende, nämligen den uppvärdering av balansräkningens tillgångssida som brukar företas i samband med fondemissioner.

Liksom inflationen innebär en belastning av rörelseresultatet genom krav på stigande ekonomiska avskrivningar, medför den uppvärderingar av existerande tillgångar. Därför är reala räntabiliteter — inkluderande reala kapitalvinster — rent av den enda rimliga jämförelsenormen vid bedömningar av kapitalets avkastning vid olika tidpunkter. Det senare gäller i synnerhet jämfört med de mått på räntabilitet vi här refererar till, ty dessa visar sig vid närmare granskning vara inkonsekventa blandningar mellan nominella och reala mått.²⁾

Ett internationellt fenomen

Den tendens till fallande vinster och soliditet man tyckt sig iaktta i Sverige har också observerats i andra OECD-länder. Särskilt i USA har det förts en debatt både om sakförhållandet — har verkligen vinsterna sjunkit? — och om orsakerna till den nedgång man tyckt sig iaktta.³⁾

Det finns skäl att vänta sig att vinsterna faktiskt skulle ha fallit under efterkrigstiden. Grundläggande, s k strukturella och ofta utomekonomiska samhällsförändringar har inträffat som, tagna för sig, borde leda till lägre vinster.

2) Se huvudbetänkandet av Kapitalmarknadsutredningen "Kapitalmarknaden i svensk ekonomi", *SOU 1978:11*. Samma omdöme gäller om studien från IVA och IUI, "Teknik och industristruktur — 1970-talets ekonomiska kris i historisk belysning", Stockholm 1979.

3) Vår diskussion gäller industrin, den för utländsk konkurrens exponerade delen av näringslivet. I stora ekonomier är distinktionen mellan skyddad och konkurrensutsatt sektor av ekonomin av mindre intresse och diskussionen i utlandet har ibland gällt hela näringslivet. Se Nordhaus, William D., "The Falling Share of Profits". *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1974, s 169—208 samt Feldstein, Martin & Summers, Lawrence, "Is the Rate of Profit Falling?" *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1977, s 211—227.

Genom den internationella politiska utvecklingen under efterkrigstiden, har väst-kapitalismen successivt stabiliserats politiskt. Riskerna för internationella konflikter i omedelbar närhet av den "Atlantiska gemenskapen" bedöms antagligen i dag som mycket lägre än under det kalla krigets dagar med Korea-konflikten och Berlin-blockaden som dramatiska bakgrunder. Riskpremierna borde därför under åren omedelbart före den instabilitet som inleddes med oljekrisen 1973—74 ha varit lägre än tidigare under efterkrigstiden vid långsiktiga privata investeringar i realkapital.

Genom Keynesianismens framgång under efterkrigstiden, med att stabilisera den reala sidan av ekonomierna — produktion och sysselsättning — fram till 1974/75, borde näringslivets förtroende inför framtiden successivt ha ökat. Den ekonomiska tillväxten fortskred relativt störningsfritt under en lång följd av år, fram till oljekrisen. Krisen 1929/33 med den efterföljande försiktigheten i investeringspolitiken och de skärpta krav på finansiell "sundhet", som den medförde i det privata näringslivet, tonade alltmer bort.⁴⁾

Det finns ett slags belägg för den här tesen, vilken först lanserades av Nordhaus (a.a.), i Baily (1978).⁵⁾ Genom en systematisk genomgång av några affärstidskrifter för efterkrigstiden fann Baily ett ökande förtroende för den amerikanska ekonomins stabilitet fram till oljekrisen 1973. Det realekonomiska beteende som har kunnat observeras bland företagen i många länder — t.ex. tilltagande "labour hoarding" i konjunkturedgångar — kan antagligen ses som ett resultat av att före-

4) Det är självfallet en intressant fråga vad "den stora recessionen" på 1970-talet betytt för det successivt uppbyggda förtroendet. För den en liknande effekt som 30-talskrisen kommer både stabiliseringspolitiken och fördelningspolitiken att försvåras avsevärt framöver.

5) Baily, Martin Neil, "Stabilization Policy and Private Economic Behaviour", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1978, s 11—50.

tagen betar sig annorlunda i en omgivning som uppfattas som stabil jämfört med lägen då ekonomin förväntas vara instabil. Man avskedar inte folk och man drår inte ned så hårt på investeringarna, när det blir konjunkturedgång om man vet att den är snabbt övergående. I Sverige fanns tendensen till ökad "labour hoarding" redan före "25-kronan" och de övriga stöden för sysselsättningen.

De allmänpolitiska förändringar i kapitalismens miljö som vi här talat om borde rimligen, tagna var för sig, ha lett till lägre krav på avkastning från ägarna och andra finansiärer av företagsverksamheten, med möjligheter för företagsledningarna att sänka sina avkastningskrav vid investeringar i realkapital.

Av allmänpolitiska skäl har man därför anledning att vänta sig att utbudsbenägenheterna på kapitalmarknaden "skiftat utåt", så att företagens kapitalkostnader och företagsledningarnas "cut off rate" sänkts. I denna riktning bör också det faktum att den effektiva bolagsbeskattningen har sänkts — inte minst i Sverige — ha verkat vad gäller bruttovinsternas utveckling.⁶⁾

När det gäller att förklara den långsiktigt sjunkande kapitalandelen av förädlingsvärdet har också kapitalmarknadens efterfrågesida anförts. Lönekostnaderna har stigit mycket snabbt relativt kapitalkostnaderna under efterkrigstiden. Trots en omfattande substitution av arbetskraft med kapital i industrin — häri innefattas också en förskjutning av produktionsstrukturen mot kapitalintensiva branscher — tycks inte möjligheterna att ersätta arbetskraft ha varit tillräckligt stora för att kompensera för lönekostnadernas uppgång och behålla en konstant kapitalandel.

Denna "förklaring" har ett visst stöd i empirisk forskning om industrins produktionsteknik. I de utvecklade industriländerna har man ofta funnit

att substitutionen inte hinner kompensera för lönekostnadernas stegring.

Å andra sidan pekar resultaten från den empiriska forskningen om industrins produktionsteknik på att den tekniska utvecklingen — här begreppsmässigt skild från själva kapitalackumuleringen — spar på arbetskraft och därmed motverkar tendensen till fallande kapitalandel.

Svårigheterna att empiriskt utskilja de kategorier vi här talat om är formidabla. En möjlig tolkning är dock att teknikutvecklingen — som varit arbetsbesparande — inte i tillräcklig grad förstärkt den besparing av arbetskraft som substitutionen inneburit för att helt motverka en sänkt kapitalandel vid stigande reallöner. Denna utveckling för kapitalandelen behöver däremot inte återföras på en sänkt kapitalräntabilitet.

Långsiktiga förklaringar?

Industrins vinst- och soliditetsutveckling har — åtminstone från slutet av 1960-talet — uppfattats som ett problem för uppnåendet av centrala mål för den ekonomiska politiken. 1970 års långtidsutredning behandlade problemet med fallande räntabilitet och soliditet i industrin med utgångspunkt från en rad beräkningar av resultat- och finansieringsmått. Bristande externbalans var det centrala problemet och för att återställa balansen behövdes en stark investeringstillväxt, vars förutsättning är en acceptabel räntabilitet och soliditet. Problemet med bristande externbalans och krav på industriell kapitalbildning har återkommit med ökad tyngd i efterföljande utredningar.

Kapitalmarknadsutredningen gör en empirisk genomgång av räntabilitets- och soliditetsutvecklingen under efterkrigstiden och visar på klara tendenser till nedgång. Visserligen har det observerats att åtstramningspolitiken 1971—72, och i särskild grad högkonjunkturen 1973—74, medförde en resultatåterhämtning men därefter följde de

6) Se härom i Södersten, Jan, "Bolagsbeskattningens verkningar" i Normann, Göran & Södersten, Jan, *Skattepolitisk resursstyrning och inkomstutjämning*. Industriens Utredningsinstitut, Stockholm, 1978.

7) Jämför Kapitalmarknadsutredningen och den i not 2 nämnda studien från IUI och IVA.

katastrofala åren 1977—78.⁷⁾ I samband med lågkonjunktorens förödande inverkan på vinsterna har det ifrågasatts om det är fråga om ett trendbrott med ytterligare försämrade villkor för en privatkapitalistisk marknadsekonomi.

Ett ofta återkommande tema i bedömningen av den långsiktiga resultatutvecklingen är svårigheterna att hävda vinster och soliditet i en inflationsökning som den svenska utgjort under praktiskt taget hela efterkrigstiden. Man har visat på hur stigande kapitalvarupriser belastar resultaten genom krav på avskrivningar på inflaterade återanskaffningsvärden.⁸⁾ Men inflationen för också med sig en positiv sida, nämligen kapitalvinster på maskiner, byggnader och lager. Vi gör i nästa avsnitt en genomgång av de begrepp med vars hjälp vi belyser utvecklingen under efterkrigstiden.

Räntabilitet och soliditet

För att få ett långt tidsperspektiv för bedömningen av de frågor vi ställde inledningsvis har vi utnyttjat tillgängliga sammanställningar av industrins skulder och omsättningstillgångar som sammantagna täcker in åren 1951—76. För tiden efter 1965 har vi utgått från SCB:s finansstatistik, som fr.o.m. detta år också innefattar balansräkningsdata. För den tidigare perioden 1951—64 har motsvarande statistik tagits fram av Eliasson (1972, 1976). Uppgifterna har kompletterats med egna beräkningar av värdet av anläggningsskapitalet för att få fullständiga balansräkningar för aggregatet av industrisektorns företag. Härigenom har det varit möjligt att bedöma soliditetsutvecklingen över hela perioden 1951—76.

Med hjälp av SCB:s sammanställningar av företagens resultaträkningar har vi sedan kunnat konstruera mått på nominell och real räntabilitet för motsvarande period.⁹⁾ Den redovisning av anläggningstillgångarna som återfinns i företagens års-

8) Jämför SAF:s remissvar på Kapitalmarknadsutredningen sid. 10.

berättelser och i SCB:s finansstatistik är traditionellt präglad av skattelagstiftningens värderingsnormer. För en ekonomisk analys gäller det att ersätta denna skattemässiga värdering med en värdering grundad på föreställningar om anläggningarnas ekonomiska livslängd och uttryckt i återanskaffningspriser.

Som vårt huvudalternativ utgår vi från att de kalkylmässiga avskrivningarna motsvarar 3,3% för byggnader och 6,7% för maskiner, räknat på tillgångarnas återanskaffningsvärde. Kapitalstockarna har då framräknats med hjälp av den s.k. perpetual inventory metoden.¹⁰⁾

Nämnda avskrivningstal kan tolkas som ett antagande om genomsnittliga livslängder för byggnader och maskiner på 30 respektive 15 år.¹¹⁾ Procenttalen innebär vidare, med hänsyn till fördelningen mellan byggnader och maskiner i det totala realkapitalet, att den genomsnittliga avskrivningssatsen kommer att uppgå till ca 5,8%.

9) SCB:s finansräkenskaper för industrin omfattar en något mindre population än nationalräkenskaperna genom ett visst bortfall av bl.a. småföretag. Finansstatistikens resultat och balansräkningsuppgifter har därför genomgående räknats upp till nationalräkenskapsnivå för jämförbarhet med våra kapitalstocksdata. Beräkningarna har utförts av civilekonom Thomas Lindberg, Industriens Utredningsinstitut, som också gjort vissa korrigeringar av Eliassons grundmaterial för 1951—64. Arbetet har ingått som ett led i Lindbergs forskningsprojekt om industrins finansiering och lönsamhet, som kommer att redovisas i en forskningsrapport från IUI under 1979.

10) En närmare beskrivning av den metod som utnyttjats för kapitalstocksberäkningarna återfinns i Lundberg, Erik & Järv, Jaak, "Vinster och investeringar inom den svenska industrin" i denna tidskrift 1964:1, s. 7—22.

11) Att döma av Industriförbundets planenkät 1978 (Industriekonjunktoren våren 1978, s. 167) överensstämmer dessa livslängdstal ganska väl med företagens egna uppfattningar. För tillverkningsindustrin uppgavs en ekonomisk livslängd på i genomsnitt 14,3 år för maskiner och 28,7 år för byggnader.

Diagram 1. Real räntabilitet på materiellt kapital

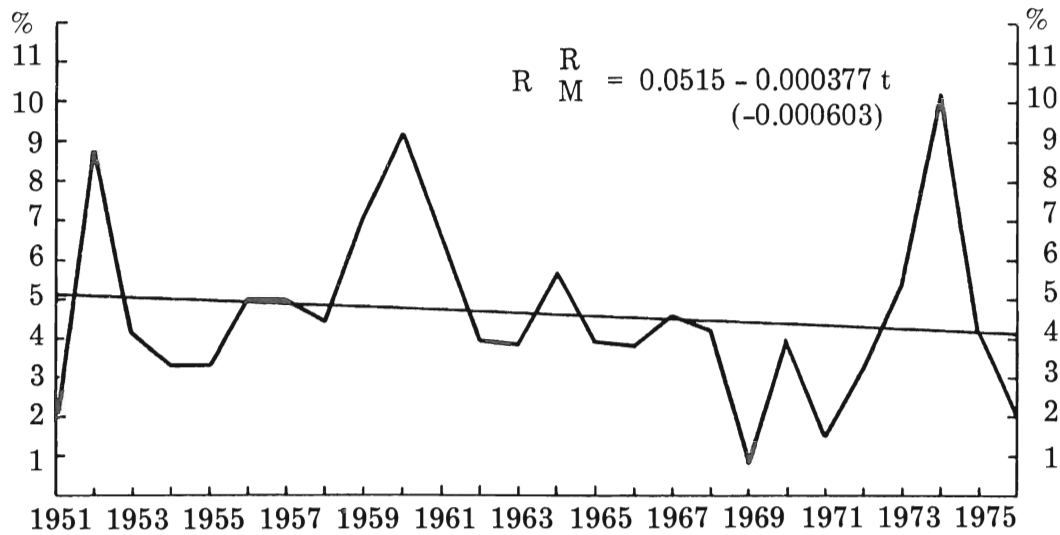
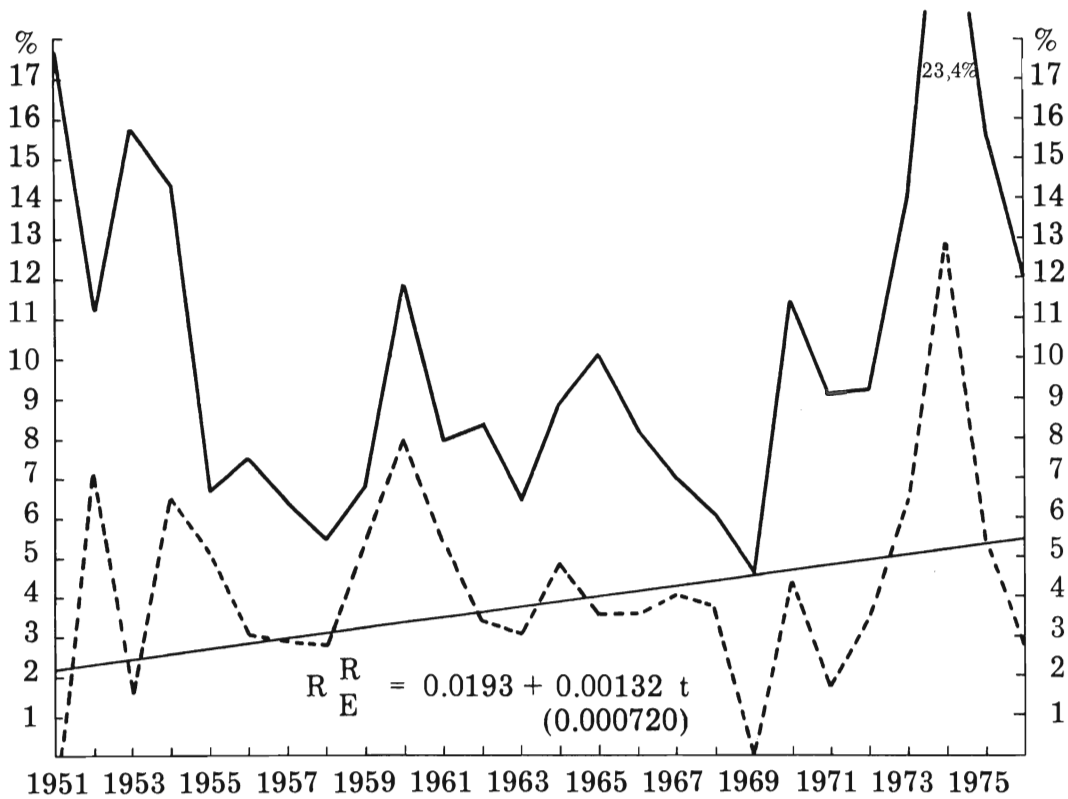


Diagram 2. Nominell och real räntabilitet på eget kapital efter skatt



I diagrammen 1 och 2 redovisas resultaten av våra räntabilitetsberäkningar.¹²⁾ Real räntabilitet på totalt kapital i diagram 1 avser här enbart avkastningen på realkapitalet, innefattande maskiner, byggnader och lager, och definieras inklusive reala kapitalvinster på lager och anläggningar. Vinsten i räntabilitetsmättet har beräknats med utgångspunkt från rörelseresultatet som minskats med kalkylmässiga avskrivningar motsvarande 5,8% av anläggningarnas återanskaffningsvärde. Genom att rörelseresultatet enligt gällande redovisningsprinciper inkluderar nominella prisvinster på lager har vi för att först få ett renodlat nominellt räntabilitetsmått också lagt till en beräknad prisvinst på anläggningsskapitalet.

För att bedöma hur räntabiliteten har utvecklats över tiden är vi emellertid intresserade av ett reall avkastningsmått. Ett sådant fås genom att helt enkelt minska den nominella räntabiliteten på totalt realkapital med inflationstakten, som här definieras som förändringen av konsumentprisindex. Vinsten i vårt mått på real räntabilitet kommer då att motsvara rörelseresultatet beräknat exklusive alla prisvinster efter avdrag för kalkylmässiga avskrivningar och tillägg för reala kapitalvinster på lager och anläggningar.¹³⁾

Real räntabilitet beräknad på detta sätt påverkas av förändringar i relativpriset för kapitalvaror jämfört med konsumtionsvaror. Stiger detta relativpris uppvärderas samhällets realkapital uttryckt i konsumtionsvaror, vilket alltså, med vårt förfarande, registreras i räntabilitetsmättet.

Man kan också tänka sig ett reall räntabilitetsmått som inte drar in förmögenhetseffekter av ovan berörda slag. Varken nominella kapitalvinster på realkapitalet eller inflationstakten på konsum-

tionsvarorna tas med i beräkningarna. Innebörden av detta är, som sagts, att den samhällsekonomiska omvärderingen av kapital i termer av konsumtionsvaror som inträffat sedan 1951 genom förändringar i relativpriset inte inkluderas i räntabiliteten.¹⁴⁾

Utvecklingen av nominell och real räntabilitet på eget kapital framgår av diagram 2. Vinsten i räntabilitetsmättet är som ovan beräknad efter avdrag för kalkylmässiga avskrivningar. Vi har här dessutom dragit ifrån faktiska skattebetalningar och nettot av finansiella kostnader och intäkter. Genom att subtrahera faktiska skattebetalningar jämställer vi de skattekrediter som tas upp genom företagens "överavskrivningar" (inkl avsättningar till lagerreserver och investeringsfonder) med eget kapital. Skattekrediterna är följaktligen också inräknade i nämnaren i räntabilitetsmättet.¹⁵⁾

Den nominella räntabiliteten på eget kapital inkluderar nominella kapitalvinster på lager och anläggningsskapital. Härigenom kommer räntabili-

13) En formel kan klargöra innebörden av vårt räntabilitetsmått. Real räntabilitet på totalt kapital definieras

$$R_M^R = \frac{BV - A + P^I \times (M + B)}{M + B + L} - P$$

$$= \frac{BV - A + (P^I - P) \times (M + B) - P \times L}{M + B + L}$$

där BV är rörelseresultatet (som enligt SCB:s finansstatistik inkluderar *nominella* prisvinster på lager), A kalkylmässiga avskrivningar, P^I prisstegringstakten för kapitalvaror och P inflationstakten. M, B och L betecknar maskiner, byggnader och lager.

14) Jfr not 17.

15) Skattekrediterna kan alternativt betraktas som räntefria lån, som sänker företagets genomsnittliga låneränta. Med denna tolkning blir nämnaren i räntabilitetsmättet mindre, eftersom eget kapital definieras exklusive skattekrediter. Samtidigt minskar täljaren då vinsten anges efter avdrag för en med den *nominella* skattesatsen beräknad skatt.

Sett över en längre tidsperiod bör dessa två tolkningar ge samma resultat för räntabiliteten efter skatt.

12) Vår definition av begreppen real och nominell räntabilitet förklaras utförligare i Sven-Erik Johansson. "Lönsamhetsbedömning under inflation" i denna tidskrift 1977:3—4, s 112—118. Jfr också Gunnar Eliasson, "Business Economic Planning", New York 1976.

tetsmåttet att uttrycka en penningränta av samma karaktär som den nominella avkastningen från t.ex. obligationer och bankräkningar. Den nominella räntabiliteten på eget kapital är således det relevanta måttet för jämförelser — vid en given tidpunkt — med avkastningen på olika finansiella placeringsalternativ.

För jämförelser över tiden är det i stället den reala räntabiliteten på eget kapital som är av intresse och denna har här beräknats genom att minska den nominella räntabiliteten med inflationstakten. Den inflationskorrigerad som ligger i detta förfarande innebär att vi för nettovinsten räknar in reala kapitalvinster på lager och anläggningar och realvärdeminskningen av skulderna och drar ifrån realvärdeminskningen av de monetära tillgångarna.¹⁶⁾

Oförändrad räntabilitet

Som framgår av den regressionslinje som lagts in i *diagram 1* uppvisar den reala räntabiliteten på totalt realkapital en svag nedåtgående tendens för hela perioden 1951—76. Linjens lutningskoefficient implicerar ett (icke signifikant) fall på knappt 0,4 procentenheter per tioårsperiod.¹⁷⁾ Uppdelningen på femårsperioder i *tabell 1* tyder vidare på att totalräntabiliteten ökade från första till andra hälften av 1950-talet. Därefter inträdde en nedgång under 1960-talet som bröts under 1970-talets första år.

16) Jfr Johansson, a.a., s. 113.

17) Regressionskvationen är $R_M^R = 0.0515 - 0.000377t$.
(—0.000603)

Om reala kapitalvinster på lager och anläggningar utesluts från vinsten i räntabilitetsmålet får vi i stället R_M^R (exkl.) = 0.0544—0.000439t.
(0.000493)

Real räntabilitet på materiellt kapital exklusive kapitalvinster åren 1951—76 har alltså minskat med drygt 0.4 procentenheter per decennium. Inte heller denna tendens är statistiskt säkerställd.

Vad gäller real räntabilitet på *eget kapital* efter skatt föreligger i stället en knappt signifikant positiv tendens, med en uppgång i avkastningen med 1,3 procentenheter per tioårsperiod. Utvecklingen för de enskilda åren följer emellertid mönstret för totalräntabiliteten med högre avkastning under 1950-talets andra hälft än under den första, följt av fallande räntabilitet under 1960-talet. Nedgången vänder sedan markant under 1970-talets första del.¹⁸⁾

Den enda rimliga bedömningen grundad på dessa data är att det inte föreligger någon långsiktig tendens för räntabiliteten — varken att stiga eller att falla. Våra beräkningar motsäger alltså slut-

Tabell 1. Real och nominell räntabilitet

	1951	1956	1961	1966	1971	1976
	—55	—60	—65	—70	—75	
Real räntabilitet på materiellt kapital	4.3	6.1	4.8	3.5	4.9	2.0
Nominell räntabilitet på eget kapital efter skatt	7.7	7.6	8.4	7.5	14.3	12.1
Real räntabilitet på eget kapital efter skatt	1.7	4.5	4.1	3.2	6.0	2.7

18) Genom att vi inkluderat kapitalvinster på lager och anläggningar i de räntabilitetsmått som presenteras i diagrammen 1 och 2 bortfaller det gängse konjunkturmönstret för lönsamheten. Vid bedömningen av räntabilitetsberäkningar som inkluderar kapitalvinster är det den långsiktiga utvecklingen snarare än de årsvisa förändringarna som är av intresse.

Den kraftiga räntabilitetsförsämringen 1969 har en speciell förklaring som sammanhänger med borttagandet av investerings-skattekomponenten i varubeskattningen genom övergången detta år från oms till moms. Genom skatteomläggningen sjönk prisindex för kapitalvaror, vilket registreras som en kapitalförlust i räntabilitetsmått.

satserna från bl.a. Kapitalmarknadsutredningen, vilken som nämnts driver tesen att kapitalavkastningen inom industrin skulle ha fallit under efterkrigstiden. Vi bekräftar utredningens slutsats om en sjunkande räntabilitet från slutet av 1950-talet till slutet av 1960-talet, men finner — i motsats till utredningen — en kraftig räntabilitetsförbättring från första till andra hälften av 1950-talet. Genom denna olikartade bedömning av utvecklingen under 1950-talet, i kombination med en annan syn på styrkan i räntabilitetsuppsvinget under 1970-talets första år, blir vår konklusion att avkastningen på eget kapital inom industrin inte har fallit, sett över hela den aktuella perioden.

Det bör emellertid påpekas att våra beräkningar av räntabiliteten på totalt kapital inte är direkt jämförbara med motsvarande kalkyler från Kapitalmarknadsutredningen. Vår totalräntabilitet avser enbart avkastningen på realkapitalet, innefattande byggnader, maskiner och lager. Ett sådant räntabilitetsmått är rimligen av större intresse för en samhällsekonomisk bedömning av industrins utveckling än det mått på totalräntabiliteten, som utredningen använder. Kapitalmarknadsutredningen anlägger ett mer företagsekonomiskt synsätt genom att också räkna in avkastningen på industrins finansiella tillgångar.

Den viktigaste skillnaden i mätmetodik, vilken sannolikt betingar olikheten i bedömningen av lönsamhetsutvecklingen gäller emellertid den fundamentala distinktionen mellan nominell och realräntabilitet. Våra kalkyler av räntabiliteten på totalt och eget kapital avser, som nyss redovisats, renodlat reala mått. Utredningen däremot presenterar svårtolkade hybrider mellan nominella och reala avkastningsmått genom att för både total- och egenräntabiliteten dels *bortse* från (reala) kapitalvinster på anläggningstillgångar och realvärdeför-

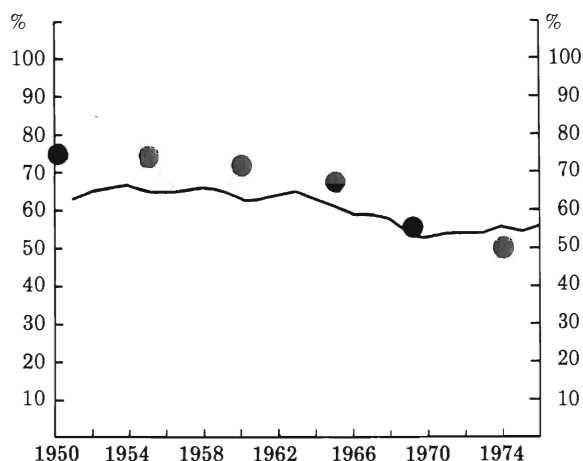
ändringar på monetära tillgångar och skulder, dels *inkludera* nominella kapitalvinster på lager.¹⁹⁾ I tider av kraftiga prisrörelser som under de första åren på 1950-talet och vid mitten av 1970-talet, kan en sådan mätmetodik naturligtvis bli direkt vilseledande.

Det bör slutligen påpekas att vi till skillnad från Kapitalmarknadsutredningen studerat räntabiliteten på eget kapital efter avdrag för nettovinstskatt. Genom att den effektiva skattebelastningen mer än halverats under den aktuella tidsperioden till följd av bl.a. ett allt frekventare frisläppande av investeringsfonderna och en snabb tillväxt i företagets avskrivningsunderlag är denna skillnad i definition också av betydelse för bedömningen av utvecklingen.²⁰⁾

Soliditet och räntebörda

Utvecklingen av industrins soliditet, definierad som kvoten mellan eget kapital (inklusive skatte-

Diagram 3. Soliditet i svensk industri 1951—76



Anm. ● anger soliditeten enligt kapitalmarknadsutredningen

19) A.a., s 273. I en tabell s. 274, som gäller endast perioden 1966—74 redovisas emellertid också renodlade nominella och reala räntabiliteter jämsides med ovan kritiserade hybridmått.

20) Jfr Södersten, a.a.

krediter) och totalt kapital framgår av *diagram 3*. Liksom tidigare är anläggningsskapitalet här värderat i återanskaffningspriser. Industrins soliditet var i stort sett oförändrad från början av 1950-talet till 1960-talets första år. Därefter sjönk soliditeten med ca 10 procentenheter under loppet av 6—7 år för att under 1970-talet t.o.m. 1976 vara konstant.²¹⁾

Som vi antydde inledningsvis har soliditeten sitt intresse främst som ett mått på det finansiella risktagande som är förknippat med företagets finansiering. Ju lägre ett företags soliditet är, desto större är de belopp som ovillkorligen måste till för amorteringar och räntebetalningar. Innebörden av detta är dels att de likviditetsmässiga förutsättningarna för företaget att motstå t.ex. konjunkturvariationer i vinstutvecklingen försämras, dels att variabiliteten i avkastningen på det egna kapitalet ökas.

Det är svårt att direkt bedöma omfattningen av de finansiella påfrestningar företagen utsatts för genom soliditetens fall i slutet av 1960-talet, bl.a. därför att den officiella statistiken inte lämnar några upplysningar om låneamorteringarna. Vi kan emellertid notera att de finansiella kostnaderna ökat sin andel av företagets bruttovinster inklusi-

ve finansiella intäkter och efter avdrag för skatt från 19,5 till 26,5%, dvs med en dryg tredjedel, från början av 1960-talet till början av 1970-talet.

Förändringen i denna relation måste dock bedömas med en viss försiktighet. Räntenivån har nämligen höjts under denna tid och det är sannolikt att detta i viss utsträckning är ett uttryck för en anpassning till en accelererande inflation. Nominalräntorna kommer därmed i tider av inflation att innehålla ett element av real låneamortering. Innebörden av detta är att industriföretagens reala "debt service" i verkligheten inte behöver ha ökat i den utsträckning som ovan nämnda relationstal tycks visa.

Också vad gäller soliditeten avviker vår bedömning från den gängse. Föreställningarna om en omfattande försvagning av förhållandet mellan eget och totalt kapital tycks ofta vara grundade på balansräkningsdata, där anläggningsskapitalet är värderat till historiska anskaffningspriser. I tider av stigande priser kommer en sådan bokföringsmässig soliditet att utvecklas sämre jämfört med den reala soliditeten som mäts med utgångspunkt från ett återanskaffningsvärderat kapital. Genom att värdera anläggningarna till anskaffningspriser kommer soliditetsmättet nämligen inte att ta hänsyn till den omständigheten att skuldernas realvärde faller i takt med prisstegringarna.

Kapitalmarknadsutredningen anger, till skillnad från oss, en successiv nedgång i soliditeten från 75% 1950 till 50% 1974 (Se *diagram 3*). En närmare granskning av opublicerade beräkningstabeller visar dock att våra bedömningar skiljer sig endast för tiden efter 1964. Utredningens teknik att ange enstaka år döljer nämligen en i stort sett oförändrad soliditet under 1950-talet och början av 1960-talet.

Medan våra kalkyler tyder på att soliditeten varit konstant under 1970-talet fram till 1976 (efter en nedgång under andra hälften av 1960-talet), finner utredningen att soliditetsförsämringen fortgått också under första hälften av 1970-talet. För denna senare period tycks kapitalmarknadsutredningens

21) För att bedöma resultatens känslighet för valet av avskrivningstakt för anläggningsskapitalet har vi som jämförelse utnyttjat dels en inom IUI av civilekonom Johan Örtengren utförd kapitalstocksberäkning, där den genomsnittliga avskrivningstakten är 6,7%, dels SCB:s kapitalstocksdata med en avskrivningstakt på knappt 2%.

Avskrivningstakten för realkapitalet visar sig i detta fall helt sakna betydelse för soliditetens utveckling över tiden. Däremot påverkas — som väntat — nivån för soliditeten. SCB:s realkapitalstockar med en avskrivningstakt på mindre än 2% ger sålunda en soliditet på i genomsnitt 65% under 1970-talet, jämfört med 55% både då avskrivningstakten är 5,8 och 6,7%.

Det måste observeras att alla dessa kalkyler bygger på föreställningen att anläggningsskapitalets ekonomiska livslängd inte förändrats under den berörda perioden. Om en sådan förändring faktiskt ägt rum, är det tänkbart att soliditeten i verkligheten haft en annan utveckling över tiden än som anges i *diagram 3*.

bedömningar emellertid baseras på egna uppskattningar av industrins skulder, som inte överensstämmer med de data som redovisas i SCB:s finansstatistik.²²⁾

Är räntabiliteten tillräcklig?

Det har framgått av vår artikel att den nedgång av kapitalersättningens andel av förädlingsvärdet som iakttas för svensk industri inte behöver återföras på en sänkt kapitalräntabilitet. Att kapitalandelen sänkts tycks i stället hänga samman med att substitutionen inte kunnat gå lika snabbt som lönekostnadernas stegring relativt kostnaderna för kapitalutnyttjandet.²³⁾

Härmed ändras den "restriktion" för löneutvecklingen som EFO-modellen beskriver. EFO-modellens långsiktiga s.k. huvudkurs för löneutvecklingen kan vara förenlig med en fallande kapitalandel, så länge räntabiliteten — främst på eget kapital — hålls uppe. Modellens ospecificerade korrigeringsmekanismer — svag investeringsaktivitet och sänkt efterfrågetryck på arbetsmarknaden — behöver inte lösas ut ens av en på lång sikt fallande kapitalandel.²⁴⁾

22) Att kapitalmarknadsutredningen redovisar en högre nivå för soliditeten (före 1965) än vi, sammanhänger med utredningens behandling av företagets handelsskulder. Dessa har subtraherats från båda sidor av industrins balansräkning och soliditeten har sedan beräknats utifrån denna "hyfsade" balansräkning.

23) Se Bergström, Villy, och Melander, Hans, "Production Functions and Factor Demand Functions in Post War Swedish Industry". Publiceras i *Scandinavian Journal of Economics*. Nr. 1/1980. Här redovisas skattningar av industrins produktionsfunktioner. Det är resultaten från dessa skattningar som tolkas på s. 49 ovan.

24) På kort sikt har säkert denna mekanism opererat vid överslag i lönebildningen, såsom 1975—1977. Jämför här med diskussionen i Calmfors, Lars. "Inflation in Sweden. Theory and Recent Experience" och Aukrust, Odd, "Inflation in Open Economies: A Norwegian Model", båda i Krause & Salant (ed) *Worldwide Inflation, Theory and Recent Experience*, The Brookings Institution, Washington, 1977.

Vi har vidare funnit, efter korrigeringar för kapitalvinster i industrin, att soliditeten varit konstant under 1950-talet och början av 1960-talet. Vi har också visat att det skedde en nivåsänkning i slutet av 1960-talet och att soliditeten därefter, t.o.m. 1976, var stabil.

Man kan spekulera om orsakerna till denna förändring i soliditeten mot slutet av 1960-talet. Det är möjligt att det som observeras är konsekvenserna av en rationell anpassning från företagets sida till en förändrad utbudsstruktur på kapitalmarknaden. Företagen hade råd att sänka soliditeten, därför att det "riskpremium" som ägargrupperna eftersträvar då sänktes samtidigt som lånekapitalet blev billigare och mera tillgängligt. Härigenom kunde företagen, utan att driva upp kostnaden för finansieringen, öka belåningsgraden.

Det intressanta är nu att man faktiskt kan observera en drastisk sänkning av riskmarginalerna, mätta som skillnaden mellan effektiv avkastning på industriaktier och räntan på långa industriobligationer.

Denna differens sjönk under 1950- och 1960-talen och var särskilt liten under andra hälften av 1960-talet, dvs de år industrins soliditet sjönk och räntabiliteten på eget kapital, enligt *tabell 1*, var relativt låg.

Här är det frestande att spekulera. Kanske blev förtroendet för västkapitalismens stabilitet och oproblematiska tillväxt störst under 1960-talets andra hälft? En annan iakttagbar förändring vid den tiden är att det institutionella ägandet började avlösa hushållssektorns. Detta torde ha medfört en sänkning av kostnaden för eget kapital genom att institutionerna begär lägre avkastning än enskilda hushåll.²⁵⁾

Det kan vara på sin plats att avsluta med en bedömning av vad den instabilitet som svepte över marknadsekonomierna 1973—76 får för betydelse. Att vi konstaterar en historiskt stabil räntabilitet och soliditet är nämligen föga intressant i ett framtidsperspektiv, just på grund av den allmänna ekonomiska instabiliteten under 1970-talets mitt. Man

har nämligen anledning att vänta sig att det växande förtroende för efterkrigstidens ekonomiska system, som vi diskuterade inledningsvis i anslutning till Bailys undersökning, nu har brutits. Precis som på 1930-talet efter "den stora depressionen" kommer företagen på 1980-talet att fordra högre soliditet och högre räntabilitet vid investeringar än tidigare.

1930-talet blev ett konservativt årtionde industriellt, präglad av försiktighet och "finansiell sundhet". Det är mycket möjligt att de siffror vi här presenterat innebär en för låg soliditet och räntabilitet med hänsyn till statsmakternas mål för industriell expansion och i kombination med den "nya investeringsfunktionen" efter 1970-talets "stora recession".

Vi vet ännu inte om de våldsamma svängningar-

na i räntabiliteten i svensk industri åren 1973—78, med de rekordlåga vinsterna och/eller rekordhöga förlusterna 1977—78, faktiskt döljer ett trendbrott. Även om detta inte är fallet kan det visa sig att den "nedärvda" långsiktiga räntabiliteten är för låg för att få fram en investeringskonjunktur av den omfattning som behövs på 1980-talet för att lösa externbalansproblemen genom snabbt ökande industriproduktion och export. I en ny omgivning fylld av osäkerhet beträffande råvarupriser och omvärldens konjunktur stabilitet fordras antagligen en permanent höjning av den över konjunkturcykeln genomsnittliga räntabiliteten eller institutionella ingrepp i det ekonomiska systemet för att uppnå centrala mål, såsom balans i utrikeshandeln.

25) Dessa tolkningar är väl förenliga med den modell över företagens finansiella beteende som finns utvecklad och estimerad i Eriksson, Göran och Södersten, Jan "Industrins finansiering och tillgångsstruktur" (*Bilaga till IUI:s långtidsbedömning 1979*). Marginalkostnaden för lån stiger långsammare vid ökad skuldsättningsgrad än marginalkostnaden för eget kapital. Eftersom utbudsfunktionen för lånekapital är mycket elastisk (flack) medför en utbudsökning för eget kapital betydande effekter på skuldsättningsgraden vid små förändringar av (den optimala, gemensamma) marginalkostnaden för lån och eget kapital.