

1009

# Kan industrin finansiera sina investeringar?

Av Göran Eriksson och Bo Lindörn

I IUI:s långtidsbedömning för 1975—80 beräknas industrins investeringsvolym öka med 7 procent per år i det för industrin mest expansiva alternativet. Realismen i dessa prognoser sammanhänger med de finansiella konsekvenserna. Skulle följden bli en radikalt försämrad finansieringssituation med kraftigt ökad skuldsättning är det långt ifrån säkert att prognoserna kommer att realiseras. Denna artikel diskuterar närmare olika finansiella alternativ och förutsättningarna för att realisera prognoserna.

I tidigare långtidsutredningar har man nästan enbart ägnat sig åt att göra prognoser för industrin i reala termer. Hur de bedömda investeringarna skulle finansieras, har man ej ägnat någon större uppmärksamhet.

Den finansiella situationen är av avgörande betydelse för industrins faktiska utveckling. Det är troligt att företagets motvilja till en hög skuldsättning är så stark att det kan ifrågasättas om de reala prognoserna realiseras i det fall produktions- och investeringsprognoserna vid sannolika prisantaganden skulle ge en radikalt försämrad finansieringsbild. I IUI:s senaste långtidsbedömning har därför den reala kalkylen för svensk industri sammankopplats med en enkel finansiell prognosmodell. (IUI:s långtidsbedömning 1976. Ut-

vecklingsvägar för svensk ekonomi fram till 1980. Industriens Utredningsinstitut, Stockholm 1976, kap 14.) Denna innehåller kalkyler över industrins finansiella sparande, dvs visar industrins förmåga att själv generera medel till sina materiella investeringar. Kalkylerna visar samtidigt industrins behov av finansiella medel från andra sektorer i ekonomin.

Man kan öka räntabiliteten på eget kapital genom att öka upplåningen så länge totalräntabiliteten överstiger låneräntan och dessa båda variabler är oberoende av upplåningen. Detta innebär att differensen mellan totalräntabiliteten och låneräntan spelar en väsentlig roll för det egna kapitalets räntabilitet.

Räntabiliteten på det egna kapitalet är en viktig bestämningsfaktor till kapitaltill-

växten. En höjd räntabilitet ökar det egna kapitalets tillväxt, främst genom den direkta effekten på vinstnivån, men kan också tänkas ha en positiv effekt på kapitalbildningstakten via ett sänkt utdelningskrav. En ökad kapitaltillväxt kan vidare uppnås genom en höjning av nyemissionskvoten eller genom en sänkt vinstskattesats. Därtill kan kapitalet växa på grund av icke realiserade värdeökningar på anläggningstillgångar.

### Sparande och upplåning

IUI:s långtidsbedömning har byggts upp kring två huvudalternativ. I det ena alternativet prioriteras den offentliga konsumtionen, medan det andra har en stark inriktning mot privat konsumtion.

Från huvudmodellen får vi att förädlingsvärdet, lönesumman och bruttoinvesteringarna (exkl lager) beräknas öka med i genomsnitt 11,7, 11,7 respektive 14,6 procent per år under perioden 1974—1980 i det industriexpansiva alternativet. Motsvarande siffror i det offentlig-expansiva alternativet är 10,4, 10,4 respektive

10,1 procent. Av tabell 1 framgår hur förädlingsvärde, bruttosparande och bruttoinvesteringar utvecklas mellan 1970 och 1980. Där visas även det finansiella sparandet, varmed avses skillnaden mellan bruttosparande och bruttoinvesteringar. För att i viss mån eliminera konjunkturella variationer betraktar vi genomsnittliga värden på variablerna för fyraårsperioden 1970—1974. Högkonjunkturåret 1974 var löneandelen 72 procent, och prognosen ger oförändrad andel till 1980.

De olika utvecklingsalternativen leder till helt olika nivåer på det finansiella sparandet, som dock i båda fallen är negativt. Detta innebär att andra sektorer måste tillskjuta finansiella resurser till industrin för att denna skall kunna genomföra sina materiella investeringar. I det industri-expansiva alternativet krävs drygt 5 miljarder kr mer än i det offentlig-expansiva alternativet.

Olikheterna i finansieringssituationen framgår även av självfinansieringsgraden. I det expansiva fallet är denna i stort densamma som 1970—1974, medan en långsammare industriexpansion medför att

Tabell 1. Investeringar och finansiellt sparande 1970—1980

Miljarder kronor

	Genomsnitt per år 1970—1974	1980	
		Offentlig- expansivt alternativ	Industri- expansivt alternativ
(1) Förädlingsvärde (FV)	49,8	122,8	132,1
(2) Löneandel	0,75	0,72	0,72
(3) Bruttoöverskott FV (1-löneandel)	12,5	34,4	37,0
(4) Bruttosparande	8,9	23,4	25,2
(5) Bruttoinvesteringar (inkl lagerinvesteringar)	12,9	29,4	36,5
(6) Finansiellt sparande (4)—(5)	—4,0	—6,0	—11,2
(7) Investeringar i finansiella tillgångar	5,1	12,2	17,3
(8) Behov av extern finansiering (6)+(7)	9,1	18,2	28,5
(9) Nyemissioner	0,4	1,3	1,5
(10) Nettoupplåningsbehov (8)—(9)	8,7	16,9	27,0
(11) Självfinansieringsgrad (4)/(5)	69,0 %	79,7 %	69,2 %
(12) Marginell soliditet	43,0 %	53,1 %	40,8 %

**Tabell 2. Industrins kapitalstruktur 1965—1980**

Miljarder kr

	1965	1973	1974	1980	
				Offentlig-expansivt alt	Industri-expansivt alt
1. Materiellt kapital	49,7	93,2	110,5	219,8	240,8
2. Finansiellt kapital	15,7	48,3	57,9	121,3	134,1
3. Skulder	21,9	69,4	84,6	169,5	201,3
4. Eget kapital	43,4	72,2	83,8	171,6	173,5
5. Totalt kapital = (1) + (2) = (3) + (4)	65,3	141,6	168,4	341,2	374,8
6. Finanskvot = (2)/(1) %	32	52	52	55	56
7. Soliditet = (4)/(5) %	66	51	50	50	46
8. Korrigerad soliditet %	48	37	36	36	33

Anm: För att underlätta jämförelsen med andra publicerade soliditetsmått redovisar vi även ett korrigerat mått, där vi lagt endast halva det obeskattade kapitalet i det egna kapitalet. Utvecklingsmönstret blir dock detsamma för den okorrigerade soliditeten.

självfinansieringsgraden förbättras klart. Samma mönster finner man i den marginella soliditetens utveckling. Förbättringen i det offentlig-expansiva alternativet är för detta mått relativt sett något större.

Behovet av extern finansiering fås som skillnaden mellan investeringar i finansiella tillgångar och det finansiella sparandet (summan av absolutbeloppen). Industrins totala upplåningsbehov fås om man från denna summa drar nyemissionerna. Vi ser att upplåningsbehovet i det industri-expansiva alternativet är ungefär 10 miljarder kr eller ca 60 procent större än i det offentlig-expansiva alternativet.

## Kapitalstruktur

Utvecklingen av industrins kapitalstruktur framgår av tabell 2. Mellan 1965 och 1973 ökade upplåningen snabbare än det totala kapitalet (med 15,5 procent mot 10,2 procent per år), vilket medförde att industrins soliditet försämrades markant. Denna sänkning kan vara något som företagen tvingats acceptera för att kunna realisera mer långsiktigt fastställda investeringsplaner. Under samma period har dock de finansiella tillgångarnas andel av de totala tillgångarna ökat, vilket tillsam-

mans med ett ökat utbud av förmånliga krediter skulle kunna tala för att företagen själva valt att sänka sin soliditet utan att vara direkt tvingade. I de bägge prognosalternativen beräknas de finansiella tillgångarna fortsätta att växa snabbare än de materiella. I alternativet med en snabb expansion av den offentliga sektorn stiger soliditeten något, medan det industri-expansiva alternativet medför en fortsatt soliditetssänkning.

## Sänkt räntabilitet

Vid betraktande av räntabilitetstalen i tabell 3 skall man vara medveten om att vårt vinstmått ej inkluderar icke realiserad värdestegring i anläggningar. Avskrivningarna beräknas dock utifrån återanskaffningsvärden. En viss förbättring av totalräntabiliteten har inträffat mellan slutet av 1960-talet och början på 1970-talet. Under högkonjunkturåret 1974 var den nära 9 procent, vilket låg markant över genomsnittet 6,0 procent mellan åren 1970—1973. Prognosen ger en fortsatt hög totalräntabilitet, dock ej fullt så hög som 1974 års. År 1980 blir den 8,0 procent i lågalternativet och 8,1 procent i högalternativet.

Räntabiliteten på det egna kapitalet före skatt har historiskt ökat ännu snabbare än totalräntabiliteten. En viktig anledning torde vara den hävstångseffekt som upplåningen medför, dvs att en viss given uppgång i totalräntabiliteten vid oförändrad låneränta resulterar i en större höjning i det egna kapitalets räntabilitet. Denna positiva hävstångseffekt har förstärkts av den ökning som samtidigt skett i skuldkvoten, men också dämpats på grund av att låneräntan stigit med ett par tiondels procentenheter.

Höjkonjunkturåret 1974 beräknas räntabiliteten på eget kapital före skatt vara 12,3 procent. Prognosen ger för 1980 en sänkning till 10,5 procent i det offentlig-expansiva alternativet och till 11,1 procent i det industri-expansiva alternativet.

### Höjd skuldkvot?

I det offentlig-expansiva alternativet sjunker skuldkvoten med ett par procentenheter. Samtidigt sänks räntabiliteten på totalt kapital med knappt en procentenhet. Vi ser också att sänkningen av det egna kapitalets räntabilitet blir större på grund av den ovan nämnda hävstångseffekten.

Räntabiliteten 1980 ligger dock klart över genomsnittet för perioden 1965—1974. Enligt vår bedömning synes det offentlig-expansiva alternativet inte medföra några svårigheter för industrin att klara finansieringen av sina investeringar.

Detta gäller däremot icke det industri-expansiva alternativet, där investeringsvolymen beräknas öka med 7 procent per år eller 14,6 procent per år i löpande priser, och totalräntabiliteten ligger klart över den genomsnittliga nivån 1965—1973, dock ej på 1974 års höga nivå. Skuldkvoten kommer att öka med ca 15 procentenheter till 1980. Då upplåningen i förhållande till det totala kapitalet även hittills stigit kraftigt, är det inte osannolikt att man nu nått en skuldsättningsgrad som företagen knappast är villiga att höja ytterligare. Vi har därför för det industri-expansiva alternativet utfört kalkyler under förutsättning att soliditeten inte ändras. Vi finner att soliditeten kan bibehållas endast genom en avsevärt långsammare löneökningstakt. Lönen skulle inte få stiga snabbare än med ca 7 procent per år mellan 1974 och 1980. Detta skulle betyda en sänkning av löneandelen till en nivå under

**Tabell 3. Industrins räntabilitet på totalt och eget kapital 1970—1980**  
Procent

	Genomsnitt per år		1980	
	1970—1973	1974	Offentlig-expansivt alt	Industri-expansivt alt
1. Totalräntabilitet före skatt ( $R_T$ )	6,0	8,9	8,0	8,1
2. Låneränta ( $i_c$ )	4,9 <sup>1)</sup>	5,5 <sup>1)</sup>	5,5 <sup>1)</sup>	5,5
3. Skuldkvot $\left(\frac{S}{E}\right)$	0,90	1,01	0,99	1,16
4. Räntabilitet på eget kapital före skatt; $R_E = R_T + (R_T - i_c) \frac{S}{E}$	6,9	12,3	10,5	11,1

<sup>1)</sup> Den upplåning som prognosen avser är den som kommer från andra sektorer i ekonomin. I likhet med de beräkningar som görs för hela ekonomins olika sektorer inräknas ej latent skatteskulder. Låneräntesatsen har visat en stigande trend. Då den långa räntan sannolikt bibehåller sin höga nivå samtidigt som industriföretagen ökar emissionerna av obligationer till denna höga ränta väljs ett värde något över trenden och låneräntesatsen antas bli 5,5 procent för prognosperioden.

60 procent 1980, samtidigt som det skulle innebära att avkastningen på eget kapital efter skatt 1980 skulle nära nog behöva fördubblas. Vi tror inte att en sådan utveckling är möjlig.

En höjning av skuldkvoten med 5—10 procentenheter kan därför anses mer sannolik. Det ökade inslaget av institutionella placerare med relativt höga utdelningskrav medför att det ej är troligt att internfinansieringsgraden kan höjas genom att vinstutdelningsprocenten sänks. Det finns därför anledning att ställa sig tvivlande till att den beräknade investeringsökningen kan förverkligas om företagets lönsamhetsutveckling ej blir mer gynnsam. Detta resonemang bygger på att det ej sker några större förändringar i utbudet av krediter till industrin. Om industrin skulle beredas ett stort utrymme på kapitalmarknaden på förmånliga villkor är det ej uteslutet att företagen ändå kommer att förverkliga investeringsprognoserna vid den kalkylerade räntabiliteten.

### Skatte- eller vinstmedel?

I våra kalkyler har vi pekat på räntabilitetens centrala roll för finansieringen av

industrins expansion. Räntabiliteten påverkar såväl företagets möjligheter att internt skapa erforderliga medel som deras möjligheter att attrahera nytt kapital genom upplåning eller nyemissioner.

Man får ej heller glömma att det finns ytterligare en väg att finansiera industrins expansion. Den går via en fortsatt ökning av de statliga transfereringarna till företagssektorn. Staten kan satsa riskvilligt kapital med lågt förräntningskrav, eventuellt i kombination med investeringsbidrag, subventioner och lån etc. Det betyder att kravet på en räntabilitetsförbättring blir mindre. Lönernas andel av industrins förädlingsvärde kan därmed hållas uppe, men löntagarna kommer via statliga skatter och avgifter att återbetala en del av lönen till företagen.

Ett större inslag av skattefinansierad industriexpansion betyder sannolikt att tyngdpunkten alltmer skulle förskjutas mot selektiv industripolitik. Detta kan minska effektiviteten i användningen av kapitalresurserna och därigenom påverka produktiviteten. Produktivitetsutvecklingen i industrin kan därför inte ses isolerad från finansieringssättet.