

# INDUSTRINS EXTERNA FINANSIERING 1950—1970

Av Gunnar Eliasson



*Jämfört med första hälften av 60-talet resulterar inte långtidsutredningens prognos i särskilt omfattande krav på kreditmarknaden för att industrins finansiering skall kunna klaras. Industrins andel av upplåningen beräknas 1970 tvärtom bli endast 9 procent jämfört med 15 procent under perioden 1960—64, skriver pol mag GUNNAR ELIASSON, som inom Industriens Utredningsinstitut studerat industrins externa finansiering 1950—70.*

*Arbetet ingår som en delstudie i den nyligen avslutade statliga utredningen "Finansiella långtidsperspektiv", utförd av professor Börje Kragh.*

Som en delstudie i den nyligen avslutade statliga utredningen om "Finansiella långtidsperspektiv" (SOU 1967:6) ingår en speciell undersökning av industrins finansieringsförhållanden. Särskild uppmärksamhet har där ägnats industriföretagens utnyttjande av den organiserade kreditmarknaden.

Undersökningen har utförts i samarbete med Industriens Utredningsinstitut och bygger dels på vissa resultat från en pågående undersökning om de finansiella bestämningsfaktorerna till industriföretagens kortsiktiga investeringsbeteende, dels på den produktions- och investeringsprognos fram till 1970 som institutet utfört inom ramen för långtidsutredningen. Av denna anledning har delstudien också publicerats i institutets småtrycksserie (nr 39).

## Modell för prognosen

Den finansiella strukturen hos varje branschgrupp har formulerats i termer av en modell. På grundval av det observerade finansieringsmönstret under perioden 1950—1963 har det varit möjligt att numeriskt bestämma de långsiktiga sambanden mellan å ena sidan företagens omsättnings- och produktionsutveckling och å andra sidan lager- och kassahållning samt nettobeståndet av omsättningstillgångar. På samma sätt har även sparandet kunnat bestämmas som en funktion av omsättningen ("sparfunktionen").

Summan av investeringarna och den årliga nettofinansieringen från rörelsekapitalet ger oss det totala finansieringsbehovet. Detta minus det beräknade egna sparandet (vinsten minus skatter, utdelningar m m) ger slutligen (definitions- mäsigt) den externa nettofinansieringen på den organiserade kreditmarknaden. Känner vi produktionen (eller omsättningen) och investeringarna för en period kan vi alltså räkna fram denna externa finansiering som en "restpost" i vår modell. Under den historiska perioden 1950—1963 har denna kreditmarknadsupplåning kunnat registreras i den löpande statistiken. För den fort-

Tabell 1. Industrins finansiering. (Företag med mer än 50 arbetare, exkl kraftverksföretag.)

|   | 1950—59 | 1960  | 1961  | 1962  | 1963  | Prognos för<br>år 1970<br>(1963 års<br>priser) |
|---|---------|-------|-------|-------|-------|--|
| Totala finansieringsbehovet, mkr  | —       | 4 800 | 4 700 | 4 900 | 4 900 | 8 100  |
| <i>därav i procent från</i><br>omsättningstillgångarna  | 36      | 42    | 30    | 31    | 24    | 31   |
| investeringarna   | 64      | 58    | 70    | 69    | 76    | 69   |
| Den externa finansieringen på den orga-<br>niserade kreditmarknaden i procent av<br>totala finansieringsbehovet | 4       | 13    | 17    | 30    | 17    | 17   |

satta perioden fram till 1970 önskar vi kalkylera fram de krav som kommer att ställas på kreditmarknaden för att långtidsutredningens reala industriprognos skall kunna klaras finansiellt under modellens förutsättningar.

### Förutsättningarna

Långtidsutredningen har presenterat en numeriskt specificerad bedömning av den framtida produktions- och investeringsutvecklingen hos industrisektorns olika branschgrupper. Denna bedömning eller "kalkyl" bygger i sin tur på den enkät som under år 1964 utsändes till ett urval svenska industriföretag. I denna enkät efterfrågades bl a uppgifter om produktions- och investeringsplaner fram till år 1970. Justeringar har därefter vidtagits så att de individuella företagens efterfrågan på arbetskraft och önskan att öka produktionen inom ramen för den planerade utbyggnaden av produktionsapparaten uppfyller rimliga krav på konsistens. Vidare har en avvägning skett så att industriprognosen skall harmoniera med den bild av utvecklingen och fördelningen av landets totala produktiva resurser, som utmålats i långtidsutredningens huvudbetänkande (SOU 1966:1).

Den bedömning som härvid utkristalliserat sig är att en möjlig årlig 5-procentig produktionsstillväxt inom industrin i kombination med en i stort sett oförändrad insats av arbetskraft i produktionen kommer att kräva en 7-procentig tillväxt i investeringarnas omfattning årligen.

I den finansiella kalkylen har nu antagits att den för perioden 1950—1963 observerade finansiella strukturen hos de olika branschgrupperna skall förbli oförändrad fram till 1970. Detta innebär bl a att en konstaterad någorlunda stabil långsiktig relation mellan industrisparandet och omsättningsnivån förutsätts bestå även för prognosperioden. Detta i sin tur underförstår ganska långt gående ytterligare förutsättningar om vinstutvecklingen hos de olika branschgrupperna under den framförliggande femårsperioden, till vilka vi skall återkomma.

När långtidsutredningens reala prognosdata matas igenom den finansiella modellen erhålls som slutprodukt det externa finansieringsbehovet på den organiserade kreditmarknaden år från år till 1970. Observeras bör att den finansiella kalkylen endast gäller gruppen industriföretag med mer än 50 anställda arbetare, exkl kraftverksföretag.

### Resultatet

I tabell 1 redovisas vissa kalkylresultat. Det framgår att långtidsutredningens prognos kräver att industriföretagen via den organiserade kreditmarknadens förmedling i ökad utsträckning måste få ta del av andra sektors sparanderesurser via kreditmarknaden för att expansionsplanerna skall kunna föras i hamn. En höjning av 50-talets låga andel kreditmarknadsfinansiering av totala finansieringsbehovet från 4 till drygt 15 procent förväntas under prognosperioden. Denna

andel ligger dock fortfarande på ungefär samma nivå som motsvarande registreringar för flertalet år under 60-talets första hälft samt betydligt under toppnoteringen från det exceptionella året 1962. Detta år tillgodosågs närmare 30 procent av industrifinansieringen på den organiserade kreditmarknaden.

Det har visat sig att nettofinansieringsbehovet från omsättningstillgångarna (lager, kassa, handelskrediter m m) på lång sikt är av storleksordningen drygt 30 procent av omsättningsökningen för hela industrisektorn. Produktionen och följaktligen även omsättningen i fasta priser förutsätts enligt långtidsutredningens reala kalkyl komma att växa något långsammare än investeringarna. Härav följer, att den successiva uppbyggnaden av omsättningstillgångar som normalt är förenad med en expanderande företagssektor under prognosperioden kommer att uppta en minskande andel av totala kapitalanvändningen jämfört med 50-talet. Detta framgår av de två mellersta raderna i tabell 1.

### Efterfrågan på kreditmarknaden

En omräkning av dessa prognosresultat till nivåuppgifter antyder att industrins upplåningsbehov på den organiserade kreditmarknaden för femårsperioden 1965—1970 blir av storleksordningen 5 300 mkr uttryckt i 1963 års priser. Detta framkalkylerade "behov" skall jämföras med en något högre faktiskt registrerad upplåning på 5 600 mkr (löpande priser) under femårsperioden 1961—1965, samt ett betydligt blygsammare kreditmarknadsutnyttjande under 50-talets två hälften på 1 300 resp 1 600 mkr (löpande priser). Jämfört med 60-talets första hälft syns alltså långtidsutredningens reala prognos inte resultera i särskilt omfattande krav på kreditmarknadens resurser för att finansieringen skall kunna klaras. Snarare tvärtom.

Den organiserade kreditmarknadens totala omfång definierat som nettoutlåningen hos samtliga kreditinstitut har beräknats från kreditmarknads-

Tabell 2. Olika sektors procentuella utnyttjande av kreditmarknaden.

|                              | 1955/59 | 1960/64 | 1970 (prognos) |
|------------------------------|---------|---------|----------------|
| Staten och kommunerna        | 33      | 11      | 9              |
| Bostäder                     | 40      | 41      | 35 (47)        |
| Industrin                    | 6       | 15      | 9              |
| Övriga företag, hushåll, m m | 21      | 33      | 47 (35)        |
| Totalt                       | 100     | 100     | 100            |

statistiken för den historiska perioden 1955—1964. I den första bilagan till utredningen om finansiella långtidsperspektiv återfinns en motsvarande total utbudskalkyl för kreditmarknaden för år 1970. Om den industriella kreditmarknadsupplåningen relateras till denna total kan man observera en höjning från ca 6 procent till 15 procent mellan femårsperioderna 1955—1959 och 1960—1964. 1970 beräknas andelen bli endast 9 procent. Denna neddragning är resultatet av en beräknad kraftig expansion av kreditförmedlingen över den organiserade kreditmarknaden, som överstiger den motsvarande ökningen av det externa finansieringsbehovet från industriföretagen.

Detta resultat illustreras i tabell 2, vilken sammanställts på grundval av tabellmaterialet i utredningens huvudbetänkande.

Två fördelningsalternativ har redovisats. Uppgifterna inom parentes avser en "hypotetisk" beräkning i vilken det kalkylerade totala kreditmarknadsutbudet år 1970 fördelats på låntagande sektorer enligt det fördelningsmönster som gällde perioden 1960/64. Det andra "justerade" alternativet bygger på långtidsutredningens reala kalkyl. En beräknad kreditefterfrågan från bostadssektorn, staten och kommunerna samt industrin har subtraherats från ovan nämnda totala kreditutbud. Sektorn "övriga företag m m" framkommer då som en mycket stor restpost medan bostadssektorns andel krymper avsevärt.

En antaget relativt krympande kreditmarknadsandel för staten och kommunerna samt under prognosperioden även industrisektorn motsvaras alltså i det ena "hypotetiska" alternativet av en

expanderande bostadsfinansiering och ett ökande relativt (externt) finansieringsbehov från den resterande företagssektorn (handel, byggnads- och anläggningsverksamhet m m) och hushållen. Det andra "justerade" kalkylalternativet förutsätter en ändrad placeringsinriktning hos kreditinstituten jämfört med den historiska perioden 1960/64, en omstrukturering på kreditmarknaden som i första hand framtvingas av det expanderande kreditutbudet från AP-fonderna. I tabellen faller då större delen av utbudsökningen på restsektorn "övriga företag, hushåll m m".

Bägge fördelningsantagandena i totalkalkylen betraktas i utredningen som två av många tänkbara prognosexempel. De avser ej — vilket poängteras — att representera ett val av de prognosalternativ som i någon bemärkelse kommer att pricka in utvecklingen fram till 1970. En sådan ambitionsnivå har visat sig omöjlig att uppställa, då den faktiska utvecklingen är alltför beroende av marknadsutsikter, produktivitetsutveckling, den framtida inriktningen av statsmakternas ekonomiska politik, m m.

### Centralt problem

Resultatet från ovanstående numeriska exempel illustrerar samtidigt ett av utredningens centrala problem, nämligen att i kvantitativa termer kalkylera fram en tänkbar fördelning av kreditmarknadens flöden av sparmedel utan explicit hänsynstagande till den prisbildningsmekanism som slutgiltigt kommer att bestämma på vilka marknader som kreditutbud och kreditefterfrågan slutgiltigt möts. Totala utbudsprognosen baseras bl a på vissa inkomstfördelningsantaganden, med implikationer för företagets vinst och räntabilitetsutveckling. Kreditefterfrågan från bostadssektorn, staten och kommunerna bygger på enkla mekaniska framskrivningar från långtidsutredningen. Likaså har industriprognosen framräknats under antagandet om en konstant relation mellan sparandet (egenfinansieringen) och omsättningsnivå, även detta i princip ett vinstan-

tagande (se nedan). Frågan är alltså om långtidsutredningens sektorsfördelade investerings- och produktionsprognos är förenlig med den totala kreditutbudskalkylens inkomstfördelningsantaganden. Man har nämligen anledning förmoda att räntabilitetsöverbäganden indirekt kommer att bestämma såväl utfallet hos den reala kalkylen, dvs expansionstakten, som indirekt de olika delsektorernas kreditefterfrågan. Om den finansiella beräkningens räntabilitetsantaganden inte är förenliga med den reala expansionsprognosen har vi anledning vänta oss att såväl den reala prognosen som det kalkylerade totala kreditmarknadsutbudet år 1970 kan komma att avvika från kalkylresultaten. Utredningen bedömer det som sannolikt att det totala kreditutbudet kan ha överskattats något och följaktligen även kreditmarknadsandelen för sektorn "övriga företag m m". Vi skall fortsättningsvis uppehålla oss vid samma problem vad gäller industriprognosen.

### Vinster och egenfinansiering

Den ovan redovisade prognosen över industrins externfinansiering har självfallet en spegelbild i företagets vinstutveckling och självfinansiering. Vår kalkyl bygger i själva verket på ett grundläggande antagande om vinstmarginalernas utveckling som i sin tur bestämmer industrisektorns externa finansieringsbehov.

Det har kunnat konstateras att industrisparandets storlek i förhållande till omsättningen förhållit sig praktiskt taget oförändrad mellan åren 1950—1963, även om kraftiga fluktuationer inträffat mellan åren. Denna iakttagelse om långsiktigt konstanta sparandemarginaler har införts som ett antagande i prognoskalkylen.

För samma historiska period har även konstaterats en kraftig trendmässig neddragning av bruttovinstmarginalerna, dvs kvoten mellan bruttovinsten (intäkter minus löpande kostnader) och omsättningens nivå.

Denna divergerande utveckling mellan bruttovinsten och bruttosparandet är svårförklarlig.

Statistiken avslöjar på denna punkt att utdelningarnas andel av bruttovinsten förhållit sig någorlunda konstant. Detta innebär i sin tur att en sänkning av utdelningarnas relation till omsättningsnivån inträffat. Samtidigt har skattekvoten, dvs kvoten mellan skattekostnader och bruttovinst, sjunkit påtagligt sedan 50-talets slut, medan det finansiella intäktsnettot sett i relation till omsättningsnivån långsiktigt dragits uppåt.

En långsiktig anpassning av vinstutdelningarna till bruttovinsten samt en ökning av de finansiella nettointäkterna vid sidan om själva rörelsen i kombination med en minskning av skattekostnadernas andel av bruttovinsten synes alltså förklara en stor del av den divergerande utvecklingen hos vinster och sparande. De löpande skattekostnadernas minskning kan antagligen till stor del återföras på det ökade avskrivningsunderlag som skapats av den väldiga industriella investeringsexpansionen från 50-talets slut fram till 1962.

Det har i prognoskalkylen förutsatts att de konstanta sparmarginalerna skall kunna hållas uppe även under prognosperioden; detta trots att såväl spar- som vinstmarginalen sjunkit påtagligt om den historiska observationsperioden avkortats till att gälla endast slutet av 50-talet och första hälften av 60-talet. Härmed underförstås alltså att vinstmarginalernas kraftiga neddragning under 60-talets första hälft inte får fortsätta utefter sin egen trend under prognosperioden.

En alternativ prognoskalkyl har av denna anledning utförts, varvid sparmarginalerna för prognosperioden satts till den lägre nivå som registrerades åren 1960—1963. Denna nya beräkning

höjer industrins externa finansieringsbehov på den organiserade kreditmarknaden med i runt tal 1 500 mkr till omkring 6 800 mkr för femårsperioden 1966—70. Härmed höjs även industrins kreditmarknadsandel år 1970 (i tabell 2) från 9 till strax under 11 procent.

### Självfinansieringsgraden

Som nämnts har industrisparandet i den finansiella kalkylen relaterats till långtidsutredningens reala produktionsprognos. I stort kommer därför industrins/självfinansieringsgrad (dvs kvoten mellan sparande och investeringar) över tiden att förändras i samma takt som kvoten mellan produktionsnivån och investeringarna.

Det faktum att produktionen förväntas stiga långsammare än investeringarna under prognosperioden 1966—1970 resulterar av denna anledning i en mindre sänkning av självfinansieringsgraden från och med år 1965. Den under 60-talets första år mycket omfattande investeringsverksamheten i kombination med sjunkande såväl vinst- som sparandemarginaler får dock till följd att sparandetäckningen av investeringarna i medeltal höjs något under prognosperioden jämfört med 60-talets första hälft. Detta kalkylresultat framgår av tabell 3. Ett liknande resultat erhålls om sparandet i stället för till enbart investeringarna relateras till totala kapitalanvändningen, dvs investeringarna i materiella anläggningstillgångar såväl som rörelsetillgångar.

### Räntabilitet och expansionsperspektiv

Av vad som sagts ovan framgår att den finansiella prognoskalkylen är tämligen "mekanisk" till sin karaktär. Mekaniska (eller om man så vill godtyckliga) antaganden blir dock alltid nödvändiga för att en numerisk kalkyl av detta slag överhuvudtaget skall kunna utföras. En uppsättning reservationer måste därför komplettera resultaten.

Prognosens "rygggrad", dvs produktions- och investeringsplanerna, har hämtats från företagar-

Tabell 3. Självfinansieringsgraden inom industrin, procentmedeltal för femårsperioder.

|   | 1951/55 | 1956/60 | 1961/65 | 1966/70<br>(prognos) |
|---|---------|---------|---------|----------------------|
| Sparandet i procent av investeringarna              | 116     | 113     | 89      | 99                   |
| Sparandet i procent av totala kapitalanvändningen*) | 73      | 65      | 59      | 68                   |

\*) definierad som investeringarna + uppbyggnaden av rörelsetillgångar (lager, kassa, m m)

na själva indirekt via långtidsutredningens enkät. Vidare har ytterst grova antaganden om vinst- och sparandeutvecklingen gjorts för prognosperioden. Dessa har grundats på historiska data sedan 50-talets början. Det synes överflödigt att understryka att de planer som av företagarna inrapporterats i långtidsutredningens enkät i sin tur måste vara grundade på vissa förväntningar om den framtida vinstutvecklingen för respektive företag. Prognoskalkylens realism blir därför beroende av att en viss samklang existerar mellan kalkylens vinstantaganden och de motsvarande förväntningar, dvs investeringsincitament, som företagarna förmodats grunda sin planering på. Underlag för en tillfredsställande bedömning av detta antagandes rimlighet saknas.

Det kan dock visas att det vinstantagande som ligger till grund för "sparprognosen" kan ses som förenligt med såväl en minskande som en ökande avkastning på det i industrisektorn arbetande realkapitalet. En gynnsam produktivitetsutveckling och god räntabilitet kan mycket väl tänkas stimulera företagen till en ökande externfinansiering för att kunna expandera i snabbare takt än de egna sparanderesurserna medger. En sjunkande självfinansieringsgrad måste under sådana betingelser tolkas som ett symptom på goda marknadsutsikter och optimistiska framtidsförväntningar, samtidigt som en regleringspolitiskt avstängd kapitalmarknad fungerar som en restriktion, vilken tvingar ned expansionstakten inom ramen för den egna finansieringen.

### **Illustrativ jämförelse**

En jämförelse mellan 50-talet och 60-talets första hälft är illustrativ i detta avseende. En för industriföretagen i stor utsträckning spärrad kapitalmarknad motsvarades av en hög självfinansiering och en årlig produktionstillväxt i medeltal understigande 5 procent. 60-talet inleddes med en våldsam investeringsexpansion i kombination med en markant sänkning av industrins självfinansieringsgrad samtidigt som (definitionsmissigt)

även externfinansieringen nådde en omfattning som ej förekommit under hela femtiotalet. Den årliga ökningen av industriproduktionen höjdes denna period till i medeltal ca 7 procent årligen. Vissa beräkningar som utförts tyder vidare på att medelavkastningen på det i den svenska industrin arbetande realkapitalet legat på en något högre nivå under 60-talets första år än under 50-talet.

En mer pessimistisk utgångspunkt har ofta aviserats för prognosperioden fram till 60-talets slut. En sjunkande avkastning på nyinvesteringarna har förebådats. En omvändning av den argumentering som förts ovan skulle då utmynna i en förväntad neddragning av den industriella expansionstakten och en anpassning av investeringsverksamhetens omfattning till vinst- och sparandeutvecklingen. Det följer att då även efterfrågan på den organiserade kreditmarknadens resurser bör sjunka.

Konsekvenserna av långtidsutredningens i jämförelse med 60-talets första hälft tämligen moderata expansionsprognos kommer också till synes i den finansiella kalkylen. Även om självfinansieringsgraden sjunker något från den nivå som registrerades 1965 så höjs dock spartäckningen i medeltal mellan de två femårsperioderna (tab 3).

Det är vidare klart att ett realiserande av långtidsutredningens industriprognos samtidigt kräver att vissa räntabilitetsförväntningar fortlöpande uppfylls, nämligen de som ligger till grund för företagens egna investerings- och expansionsplaner. Ett negativt förväntningsutfall i detta avseende kan mycket väl komma att äventyra såväl den reala som den finansiella prognoskalkylens utfall. Ett upprätthållande av investeringarna i den omfattning som "prognosticerats" åstadkommes i ett sådant fall endast genom en sänkning av räntabiliteten i kombination med en ökad omfattning av externfinansieringen jämfört med den finansiella kalkylen. Även om de "ekonomisk-politiska" möjligheterna till externfinansiering på den organiserade kreditmarknaden är förhanden, blir dock frågan till syvende och sist om företagen finner det räntabelt att utnyttja dessa möjligheter.