

# Industrins vinster – deras betydelse och värdering

av *Thomas Lindberg*

Enligt institutets nyligen publicerade långtidsbedömning (LB 79)<sup>1</sup> brottas den svenska ekonomin med långsiktiga strukturproblem. Bland annat har industrins investerings- och tillväxttakter under 1970-talet sjunkit långt under de nivåer vi vant oss vid under 1950- och 1960-talen.

Den diagnos som ställs i LB 79 pekar bland annat på olika funktionsbrister i "vinstsystemet". De handlar dels om det katastrofala vinstläget under 1970-talets krisår, dels om hur investeringarna totalt fördelas i den svenska ekonomin. Denna artikel skall något belysa de svårigheter som ligger i användandet av den traditionella informationsbäraren – vinstbegreppet – med särskild hänsyn till företagsbeskattningens effekter.<sup>2</sup> Vidare skall delar av det material som ligger till grund för den finansiella analysen i LB 79 redovisas.

Enligt finasteorin är det centrala för tillväxtförloppet i ett fritt marknadssystem att information av god kvalitet om ex post lönsamhet når och uppfattas lika av alla agerande samt att den utnyttjas rationellt som underlag för att bedöma den förväntade lönsamheten på *framtida* investeringar. Dessa på ett stort antal händer fördelade förräntningskriterier, som de uppfattas inom företagen före skatt och av aktieägarna efter skatt, styr sedan under ideala förhållanden resurserna till de verksamheter som ger den högsta avkastningen och det största samlade tillväxtresultatet.

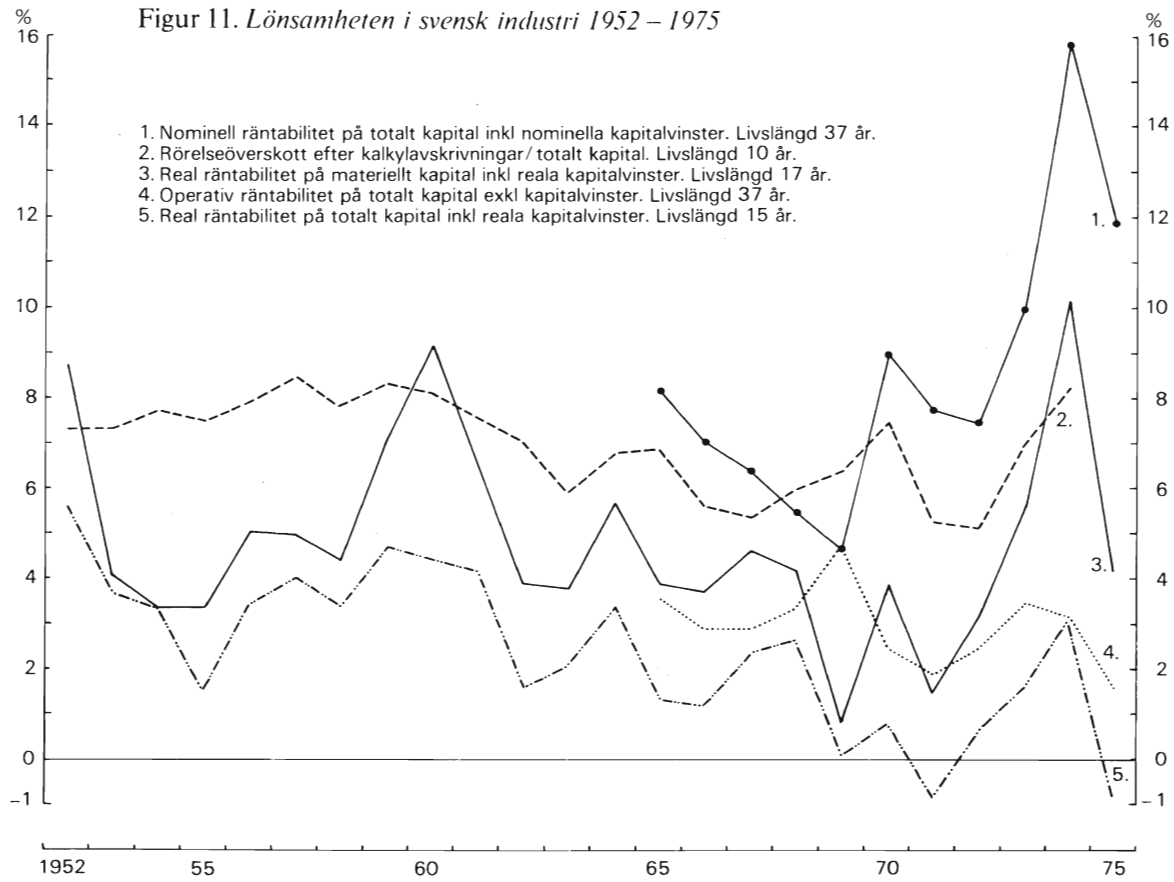
Viktiga frågor för teorins hållbarhet är emellertid om de decentraliserade investeringarna uppfattar förräntningskravet lika och om det rationella handlandet, vilket formas inom de institutionella ramar som exempelvis skattesystemet uppställer, fortfarande framstår som rationellt och önskvärt då vi lämnar det enskilda företaget och i stället ser till hela ekonomin.

Frågan huruvida lönsamheten vid investeringar i realkapital inom den svenska industrin långsiktigt försämrats är livligt debatterad. Som framgår av figur 11 kan man konstruera en rad olika mått på kapitalets avkastning som tillsammans knappast ger någon klar bild av utvecklingen. I figuren visas både reala avkastningsmått för jämförelser över tiden och ett nominellt räntabilitetsmått för värdering av alternativa finansiella placeringar vid en given tidpunkt.

Att åstadkomma renodlade mått i något av dessa avseenden är rent statistiskt mycket besvärligt, varför resultaten ofta utgör en blandning (som nr 2

<sup>1</sup> *Att välja 80-tal*. IUI:s långtidsbedömning 1979.

<sup>2</sup> Frågor kring detta tema behandlas inom projektet "Företagsbeskattning, lönsamhet och tillväxt". Se s 81 för en närmare beskrivning.



i figur 11) eller blir kontroversiella därför att godtyckliga mättekniska antaganden görs. Hur skall man exempelvis korrekt fånga prisvariationer på lager vid omräkning mellan penning- och realränta? Och hur väljer man rätt mått på nedlagt kapital för att det skall motsvara en viss intäcksström?

Kapitalvärderingsproblemet är lika aktuellt som någonsin. Ett vanligt antagande är att det installerade kapitalets värde följer utvecklingen av priserna för nyinköp av motsvarande kapitalvaror – återanskaffningsvärdering. Detta kan vara missvisande i många fall, men vilken metod är bättre? Vidare, hur beräkna kapitalets ekonomiska livslängd, dvs vilket är det verkliga avskrivningsbehovet? Kan man rimligen anta att deprecieringsfaktorn inte förändras över tiden? Beroende på vilket mått som redovisas och framför allt beroende på vilka bakomliggande antaganden som görs beträffande t ex avskrivningsbehovet, kan praktiskt taget vilken hypotes som helst undgå att förkastas.

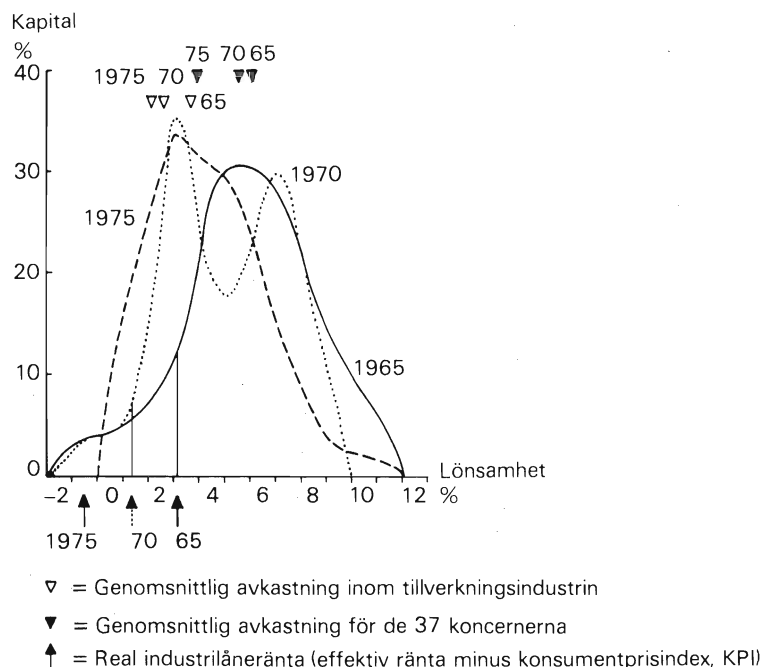
### **Sänkt perspektiv**

Ofta studeras det ekonomiska skeendet på s k makronivå med aggregerade data för t ex hela industrin eller någon av dess branscher. Men med en inriktning enbart på medeltalen för en bransch kan man missa mycket av den strukturomvandling som alltid äger rum. De indexserier etc man observerar kan vara "oäkta" i den meningen, att de kan vara förenliga med kraftiga och för förståelsen av utvecklingsförlopp väsentliga variationer mellan de enskilda företagen. Ett studium på företagsnivå där spridningen i mönstret kan undersökas blir därför ett viktigt komplement för att förklara utvecklingen för aggregaten.

Av bl a denna anledning har inom institutet en företagsdatabas skapats<sup>1</sup> baserad på allmänt tillgänglig koncernstatistik för de större svenska industriföretagen. Denna kompletteras i vissa fall med mer inofficiell statistik, insamlad direkt från företagen. Här skall resultat presenteras för ett urval bestående av 37 koncerner. Under perioden 1971 – 75 svarade dessa företag i genomsnitt för 50 respektive 54 % av tillverkningsindustrins totala försäljning och balansomslutning. Med ovannämnda reservationer beträffande räntabilitetsmåttens informationsvärde i minnet skall vi på företagsnivå se litet närmare på ett av dessa mått.

<sup>1</sup> Databasen har lagts upp efter det format som gäller inom den mikro-makro-simuleringsmodell (MOSES) som utvecklats på IUI. Individuella, verkliga företag, representerade av sina livshistorier, interagerar i denna på arbets-, produkt- och kreditmarknaderna; allt inom de ramar som nationalräkenskapssystemet uppställer. Se vidare: "A micro-to-macro model of the Swedish economy"; IUI Conference Reports 1978:1 (ed G Eliasson).

Figur 12. Totalt kapital fördelat efter lönsamhetsnivå<sup>a</sup>  
37 större industrikoncerner



<sup>a</sup> Real räntabilitet inkl realkapitalvinster. Årlig deprecieringsfaktor (vid återanskaffningsvärdering av kapitalet) är 2,7 %. Detta antagande bygger på en studie av Yngve Åberg, *Produktion och produktivitet i Sverige 1861 - 1965*. IUI 1969. Nämnas bör att SCB i sina kapitalstockskalkyler använder en lägre deprecieringsfaktor. Resultaten från IUI:s och Industriförbundets gemensamma planenkät 1978 tyder på en betydligt högre faktor. Denna värdeminskning (2,7 % per år) har, då inget annat anges, genomgående använts nedan.

Figur 12 visar hur stor del av dessa storföretags kapital som varit sysselsatt vid olika avkastningsgrader åren 1965, 1970 och 1975. Som framgår har en förskjutning nedåt på lönsamhetsskalan ägt rum. Denna förskjutning betingas delvis av att olika faser i konjunkturen studerats. Dessutom märks en tendens till sammanpressning av fördelningen kring medelvärdet det senaste året. Det sistnämnda illustrerar en "avmattning" som inträffar i de flesta företag samtidigt. Data har ännu inte färdigställts för det extrema lågkonjunkturåret 1977, men vi förväntar oss en ytterligare förskjutning nedåt av medelvärdet och en minskad spridning.

Den reala förräntningen hos dessa storföretag har under alla tre åren varit högre än industrigenomsnittet. 1975 hade samtliga 37 koncerner en internavkastning som översteg industrilåneräntan, medan 13 % av kapitalet 1965 och 5 % 1970 låg under denna ränta.

Denna beskrivning ger en antydning om lönsamhetsspridningen i detta aggregat av företag. Intressantare vore att följa de enskilda företagen (gärna även

några ”mindre och medelstora”) och då framför allt se hur utvecklingen varit 1976 – 78. Ett sådant arbete pågår inom ramen för det på s 81 nämnda projektet.

### **Företagsbeskattningens roll**

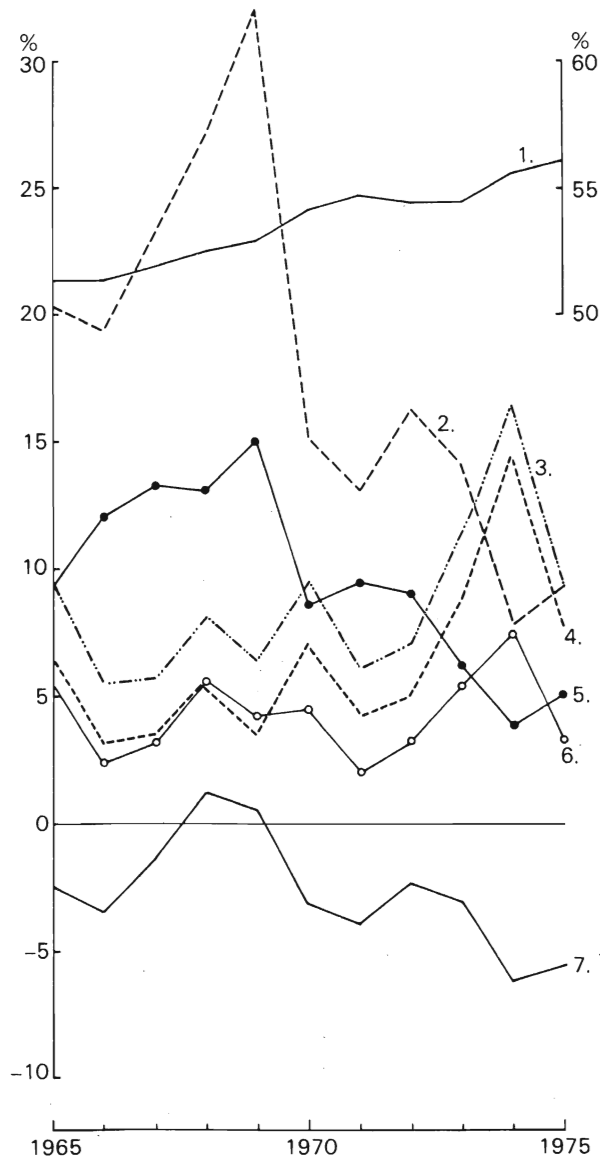
Den svenska bolagsskatten, i form av sk nettovinstbeskattning, har under efterkrigstiden successivt fått en ändrad funktion. 1950 utgjorde skattebetalningarna från företag 15 % av statens samlade skatteintäkter. 1975 hade den andelen sjunkit till 4 %. Detta kan ses som ett uttryck för en förskjutning av den stabiliseringspolitiska anpassningsbördan från företagens investeringar till privat konsumtion.

Under 1950-talet hölls företagens investeringar tillbaka av investerings-skatteer samtidigt som tillgängligheten på långa krediter minskade genom reglering. På 1960- och 70-talen uppstod en oro för industriinvesteringarna och den framtida tillväxten. Den ekonomiska politiken lades om och finanspolitiken kom att innehålla allt mer av investeringsstimulerande arrangemang delvis med regionalpolitiska inslag. Genom förmånliga värderingsregler för anläggningstillgångar och lagerkapital (av- och nedskrivningar) ges företagen delvis åter de vidsträcktade möjligheter att själva utjämna goda och dåliga års resultat via skattemässiga konsolideringsåtgärder och direkta skattebetalningar som begränsades när den fria avskrivningsrätten avskaffades på 1950-talet. Genom investeringsfonder och -avdrag, arbetsmiljöfonder etc har statsmakterna även försökt använda mer kortsiktiga stabiliseringsinstrument i tillväxtpolitiken. Detsamma gäller för skatternas spegelbild, subventionerna, där framför allt lagerstödet kommit att spela en viktig roll under de senaste åren.

Företagsskattesystemet med dess omfattande regelarsenal utgör ett ur många synvinklar intressant analyskomplex. Här skall endast ett par frågor som rör dess betydelse för resursallokeringen och den ekonomiska tillväxten nämnas. I figur 13 visas (kurva nr 1; observera skalan) hur den nominella skattesatsen för aktiebolag förändrats sedan mitten av 1960-talet. Denna utgör dock, med hänsyn till de avdragsmöjligheter som finns, ingen god mätare på den verkliga skattebelastningen på företagen.

Det effektiva skatteuttaget – här beräknat för de 37 koncernerna som betald skatt i relation till resultat efter kalkylmässiga avskrivningar och finansiellt netto men inklusive nominella kapitalvinster på anläggningar och lager – visar en helt annan nivå och utveckling. Genomsnittsskatten, mätt på detta vis, för perioden 1970 – 75 var 12,4 % att jämföra med den nominella på 54,9 %. Den relativt ringa effekt som vinstskatten haft för den reala räntabiliteten på eget kapital under de sista åren i undersökningsperioden framgår också klart om kurvorna 3 och 4 jämförs. De faktiska skattebetalningarna har i det mått

Figur 13. Lönsamhet, låneränta, skatt och utdelning  
37 större industrikoncerner



1. Nominell skattesats (den högra skalan).
2. Effektiv skattesats (resultat efter kalkylavskrivning och finansiellt netto, inklusive nominell kapitalvinst).
3. Real räntabilitet på eget kapital före skatt.
4. Real räntabilitet på eget kapital efter skatt.
5. Utdelningsprocent (samma bas som för den effektiva skattesatsen).
6. Real räntabilitet på totalt kapital före skatt.
7. Real låneränta (finansiella kostnader i relation till totala skulder minus konsumentprisindex).

som används i kurva 4 subtraherats från resultatet samtidigt som de genom överavskrivningar erhållna skattekrediterna, tillsammans med hela den obeskattade reserven och det synliga egna kapitalet, ingår i nämnaren. Skillnaden mellan räntabilitet på totalt och eget kapital utgörs av den sk hävstångseffekten. Med en negativ kostnad för det främmande kapitalet (se kurvan för den reala låneräntan – observera definitionen) är det anmärkningsvärt att skillnaden i räntabilitet inte är större. Skuldkvoten (S/E) blir emellertid, med vårt sätt att återanskaffningsvärdera kapitalstocken och därigenom skapa ”dolda reserver”, låg ( $< 1$ ). Härigenom dämpas räntemarginaleffekten. Inte desto mindre framstår låneräntan en bra bit in på 70-talet fortfarande som en positiv faktor för det egna kapitalets förräntning.

Av figur 13 framgår vidare att de till aktieägarna betalda utdelningarna (kurva 5) ganska väl följer skattebetalningarna (kurva 2).

Utdelningarna i relation till det synliga egna kapitalet uppvisar en svagt växande trend under den aktuella tidsperioden. Skattebetalningarnas andelar är, med samma bas, cykliskt förskjutna och når sina absoluta höjdpunkter då de av den uppåtgående konjunkturen framkomna nominella prisstegringsvinsterna är störst. Utdelningstopparna inträffar då konjunkturen vänt.

Ett rimligt antagande är att företagen i sin skatteplanering utgår från ett direktavkastningskrav på det egna kapitalet som måste uppfyllas.<sup>1</sup> Detta ger sedan, tillsammans med den nominella skattesatsen och med korrigering för viss önskad andel balanserade vinstmedel, den beskattningsbara nettovinsten. Konsolideringsåtgärder i olika former vidtas i nödvändig utsträckning. Denna ”bakvända” konsolideringsprincip – där relationen mellan behov och åtgärd är oklar – är en helt naturlig följd av rådande beskattning av riskkapitalets ersättning. De tendenser till konglomeratisering inom industrin, som kunnat skönjas ända fram till början av 1970-talet, har också sannolikt delvis sin förklaring i det svenska vinstskattesystemets utformning. Medan företagen å ena sidan – via förmånliga värderingsregler – kunnat undandra en betydande del av sina vinster från löpande beskattning har å andra sidan den utdelade vinsten drabbats av ett extremt högt skattetryck genom kombinationen av bolagsskatt och personlig inkomstskatt. Genom sammanslagningar har företagen sökt efter alternativ användning av de från marknadsmässig ränteprovning undandragna internt nedplöjda vinstmedlen. Denna på riskspridning grundade diversifieringsfilosofi verkar numera ha övergivits, beroende på de senaste årens allmänna lönsamhetsförsämring. Genom en kon-

<sup>1</sup> Under senare tid har det blivit allt vanligare att företagsledningarna uttryckligen formulerar mål då det gäller att försäkra aktieägarna en penningvärdesäkrad direktavkastning. Detta tillsammans med ett mer institutionaliserat ägande kommer sannolikt att driva upp utdelningsprocenten framöver; något som redan skett i flera andra länder.

centration till de verksamhetsgrenar där den egna kompetensen är störst försöker företagen uppnå bättre avkastning, bl a genom stordriftsfördelar. Med den inverkan som de höga marginalskatterna fått på dubbelbeskattningen av vinstmedel kan syftet att ge företagen finansiell styrka utebli. Stabilitet kan övergå i stelhet i de finansiella resursernas fördelning, sjunkande interna avkastningskrav och ineffektivitet i kapitalbildningen.

### **Finansieringsalternativ**

Främmande kapital (i form av bank- och obligationslån) har sedan länge kommit att utgöra ett viktigt medeltillskott för industrin. För att lånekapitalet skall anses intressant från efterfrågesidan måste på marginalen totalavkastningen på företagskapitalet före skatt överstiga skuldräntan. Långivarna har, sannolikt beroende på penningillusion, nöjt sig med nominella räntor som av företagarna vid investeringskalkyler måste ha uppfattats som förmånligt låga. Noteras bör den risk för sänkta interna avkastningskrav, och därmed felsatningar, som kan följa av artificiellt låg kapitalkostnad. Den mycket låga *real* skuldränta som visats ovan (figur 13) kan till viss del illustrera detta.

Finansiering via nyemissioner, som är den andra möjligheten att externt tillföra medel, medför en betydande kapitalkostnad för företagen. De avkastningskrav som aktieägarna ställer påverkas av de alternativa förräntningsmöjligheter som erbjuds. Mellan 50 och 70 % av den totala aktiestocken torde ligga i privat ägo. Dessa investerare har ett brett spektrum av alternativa placeringar – där realt värdesäkrade, improduktiva investeringar (av typen fritidshus och guldjetonger) blivit allt viktigare – som påverkar deras krav. Aktieägarna är dessutom intresserade av ersättningen efter skatt, då deras inkomster beskattas olika beroende på inkomstkälla. Dubbelbeskattningen, för såväl utdelnings- som värdeökningskomponenten, ökar de ”före-skatt-räntabilitetskrav” som företaget upplever i en sådan utsträckning att nyemissionsfinansierade investeringar framstår som ca tre gånger dyrare än de som görs med interna medel.<sup>1</sup>

Den tredje finansieringsvägen, internt genererade medel, hör ofta direkt samman med skattesystemet. Vinstnedplöjning sker genom att räntefria skattekrediter skapas via avskrivningar eller genom att medel fonderas för framtida investeringar.

För att kunna utnyttja dessa vinstreglerande åtgärder fordras dock att god lönsamhet uppnåtts historiskt.

En differentiering sker alltså, då det gäller skattetryck, mellan växande hög-lönsamma företag och stagnerande förlustindustrier. Detta bör naturligtvis

<sup>1</sup> För ett utförligare resonemang kring dessa frågor, se LB 79 kapitel 7 och Normann & Södersten, *Skattepolitisk resursstyrning och inkomstutjämnning*, IUI, 1978.



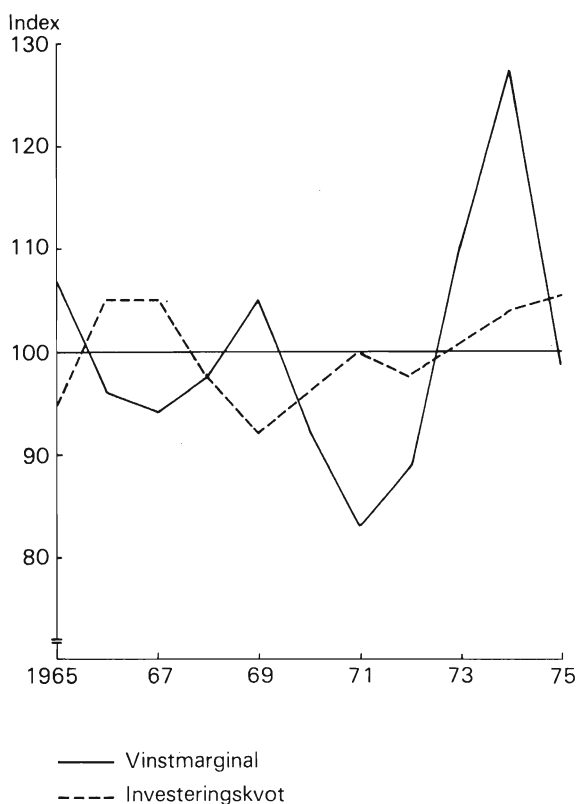
påskynda strukturomvandlingen. Den tillväxtstimulans som är inbyggd i bolagsbeskattningen förutsätter emellertid att det föreligger en identitet mellan ex ante och ex post lönsamhet. Strukturomvandlingen kan hindras genom att resurser låses fast vid redan befintliga (och föråldrade) olönsamma verksamheter. Därtill bidrar bl a den konstruktion av investeringsfonderna som ibland kan innebära lång tid mellan avsättning och utnyttjande av medel samt det faktum att nyetablerade företag ställs helt utanför.

### Vinst – tillväxt: Vad däremellan?

Att ett samband existerar mellan vinster och investeringar brukar ganska lätt kunna visas på makronivå. I figur 14 där vinstmarginal (rörelseresultat i förhållande till förädlingsvärde) och investeringskvot (investeringar likaledes relaterade till förädlingsvärdet) inritats för hela tillverkningsindustrin, illustreras detta samband.

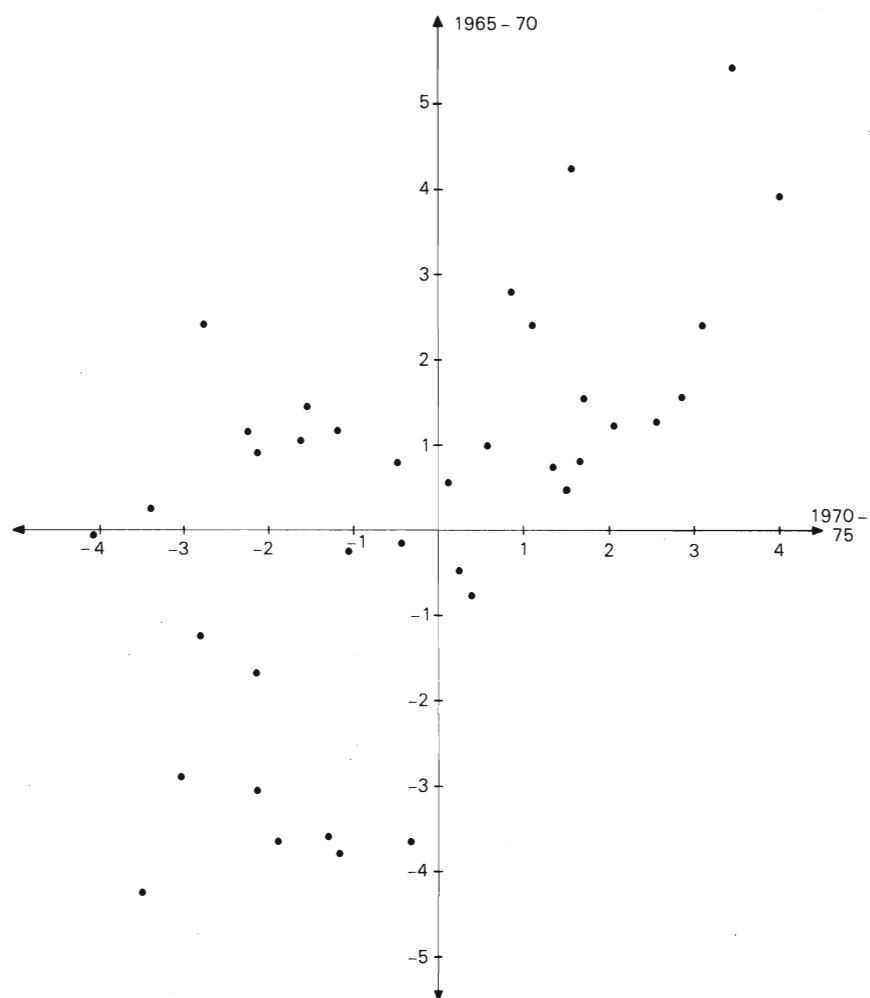
Om vi i stället studerar det individuella företaget visar sig detta resultat till viss del vara illusoriskt – en aggregeringseffekt. Under perioden 1968 – 75 är

Figur 14. *Investeringskvot och vinstmarginal i tillverkningsindustrin 1965 – 1975*  
Index 1965 – 75 = 100



det endast ett fåtal företag som verkar ha haft förmågan att kombinera kraftig tillväxt i produktionen med god lönsamhet. Liknande tidsmönster har tidigare kunnat iaktas vid simuleringsexperiment på institutets mikrobaserade makromodell (MOSES). På riktigt kort, liksom på väldigt lång (> 10 år) sikt erhålls däremot en ganska klar överensstämmelse mellan höga tillväxt- och räntabilitetstal. På medellång sikt däremot befinner sig ofta de olika företagen i olika faser av det långt utdragna förloppet vinst-beslut-investering-kapacitet-produktion. Korrelationerna försvinner därvid. Det förmodade sambandet framträder klarast för de företag som opererar inom de två branschgrupper som i modellen benämns "investeringsvaror" och "konsumtionsvaror". För

Figur 15. *Real räntabilitet på totalt kapital 1965 – 1970 respektive 1970 – 1975*  
 Procentuell avvikelse från genomsnittet av 37 större industrikoncerner



råvaru- och insatsvaruföretagen är slutsatsen, i de undantagsfall någon tendens alls framstår, att låga lönsamhets- och expansionstal följs åt.

Det är viktigt att skilja mellan förverkligad och förväntad lönsamhet. Avgörande i investeringsögonblicket är att det intäktsöverskott som de *nyanskaffade* resurserna förväntas skapa överstiger den kapitalkostnad som är förknippad med utnyttjandet av dem. Denna ex ante lönsamhet är naturligtvis svår att uppskatta. Viktiga beståndsdelar i prognosen är framtida utveckling av produkt- och faktorpriser, konkurrenssituation m m. Med prisstegrings-takter och relativprisförskjutningar liknande dem vi upplevt under 70-talet kan det ifrågasättas om investerarna ens internt klarar av att rimligt bedöma sin egen framtida lönsamhet. En approximering ex ante med ex post kan säkert försvaras i många situationer. Inte sällan utgör investeringen ett komplement till eller utökning av den redan befintliga verksamheten. Då däremot nysatsningen innebär en differentiering mot nya produktområden med helt ny teknik, är det svårare att vänta sig lönsamhetsmässig likformighet. Att direkt belysa sambandet mellan de två storheterna går inte. Dels är förväntningar något som inte gärna låter sig mätas, dels innebär det svårigheter att isolera den nya resursens faktiska lönsamhetsbidrag. I figur 15 görs ändå ett försök, där avkastningen för perioden 1965 – 70 ställs mot den 1970 – 75. För varje företag visas avvikelserna från genomsnittet för samtliga 37 företag under de två perioderna. Vi ser, förutom att de positiva avvikelserna överväger i antal den senare perioden, att det stora flertalet observationer hamnar i första respektive tredje kvadranten. Hög lönsamhet den första perioden följs av hög även den andra. Samma mönster gäller även för de mindre lönsamma företagen. Mätt på detta vis erhålls alltså ett visst stöd för användandet av historisk avkastning vid bedömning av framtiden. Det visar sig också vid simulering på institutets mikro-till-makromodell att det tar lång tid även vid ganska kraftiga förändringar i företagets konkurrenssituation att bryta ned detta mönster. Skickligt skötta företag har en förmåga att anpassa sig. Figur 18 visar t ex hur ojämnt en kraftig inflationsvåg slår igenom på företagets vinstresultat i en konkurrensmarknad. De välskötta och strukturanpassade företagen förbättrar sin lönsamhet. Motsatsen gäller för dem som redan från början befinner sig i en ofördelaktig position.

### **Sammanfattning**

Bilden av industrins lönsamhetsutveckling under de senaste decennierna är något oklar. De resultat som flera aktuella studier visar är inte entydiga; något som i och för sig är naturligt med tanke på de svårigheter som är förknippade med mätningen av såväl kapitalets avkastning som dess värde. Sedan mitten av 1970-talet har dock industrins lönsamhetsläge drastiskt försämrats, sam-

tidigt som företagens genomsnittliga kapitalkostnader alltsedan 60-talets andra hälft synes ha minskat.

Då man jämför kostnaden för de olika finansieringsformerna – vilka snarare bör betraktas som komplement till än substitut för varandra – finns skäl att tro att dessa skiljer sig mer än vad som kan förklaras enbart med hänsyn till finansiärernas avkastningsanspråk. Bidragande till detta kan vara de ”inlåsnings effekter” som följer av rådande bolagsskattesystem, vilket premierar verksamheter som inte nödvändigtvis är de mest livskraftiga och resursskapande.

Vi har ovan kunnat konstatera ett visst samband mellan historisk och framtida lönsamhet. Den faktiska avkastningens betydelse för framtidsförväntningarna och tillväxten är däremot mer svårgripbar. En lång rad andra faktorer på- och samverkar naturligen vid investeringsbeslutet: tillgången till och kostnaden för finansiering, resursutnyttjandegraden i företaget, konkurrensituationen etc.

Grundläggande för en rationell förväntningsbildning är att det informationsunderlag som existerar inte förvanskas. Inflationens störande inflytande har här varit fundamental under senare år och illustrerar betydelsen av att de extrema prisökningstalen tvingas tillbaka till tidigare normala nivåer. Lika betydelsefullt är att de politiskt betingade marknadsingreppen verkligen får avsedd effekt. För att expansiva och resursskapande, till den nya marknadsbildningen anpassade, investeringar skall komma till stånd krävs information om var den framtida lönsamheten kommer att finnas. Det krävs motivation, förräntningar samt fungerande marknader för kapital.

Osäkerheten vad gäller såväl inflationens som skatternas betydelse för företagsbeteendet är mycket stor. Forskningen om dessa frågor har en god tradition inom IUI. Förhoppningsvis kan institutets fortsatta verksamhet på detta område något bidra till de ökade insikter som behövs för att föra svensk ekonomisk tillväxt tillbaka till historiska tillväxtbanor.