

VI Kapitalbildningens förutsättningar

av Jan Södersten

Inledning

Under det senaste decenniet har industrins lönsamhet varierat på ett sätt som saknar motstycke under efterkrigstiden. Efter lågkonjunkturen 1971-72 och den första oljekrisen 1973 ökade vinsterna dramatiskt för att under 1974 nå en nivå som inte uppnåts sedan Koreakonjunkturen i början av 50-talet. Den efterföljande nedgången blev lika dramatisk och med den stora 70-talskrisen 1977-78 drabbades företagen av förluster i en omfattning och av en storlek som inte förekommit sedan 30-talet. Vinstläget förbättrades något 1979-80, men först efter devalveringarna 1981 och 1982 blev uppgången mera påtaglig. Genom de allra senaste årens vinstökning har vi för 1984 och 1985 uppnått vinstnivåer som motsvarar det långsiktiga genomsnittet före 70-talets "turbulens".

Den turbulenta vinstutvecklingen hade på den "reala" sidan sin motsvarighet i en under 70-talet stagnerande eller fallande industriproduktion och en under krisåren dramatisk nedgång i företagens investeringar i maskiner och fast anläggningsskapital. Först 1984 och 1985, de år industrivinsterna återhämtats, kunde en stadig expansion av industriproduktion och kapitalbildning noteras.

Vinstutvecklingen är av många skäl central i en analys av de skiftande förutsättningarna för industriell kapitalbildning i Sverige under de senaste decennierna: som en indikation på lönsamhetsutsikterna vid nyinvesteringar och som mått på företagens tillgång på egna medel för att finansiera sin verksamhet. Det är mot den bakgrunden jag i denna artikel granskar olika aspekter på industrins vinstsituation sedan mitten av 60-talet. Jag kartlägger utvecklingstendenser för bruttovinster och räntabilitet, den förändrade avkastningsrelationen mellan reala och finansiella placeringsalternativ och belyser den förskjutning som inträffat under det senaste decenniet i valet mellan reala och finansiella investeringar.¹

Jag redovisar också utvecklingen av "Tobins q", som är ett mått på hur aktiemarknaden värderar det egna kapitalet i företagen. Tobins q utnyttjas ofta för att studera förändringar i incitamenten till realinvesteringar och tanken är helt enkelt att en uppgång i q signalerar en ökad optimism i bedömningen av den framtida vinstutvecklingen och därmed av lönsamheten för nyinvesteringar. I artikeln redovisas slutligen också en del översiktliga uppgifter över hur bolagsbeskattningen inverkat på incitamenten att investera i realkapital.

¹ Kalkylerna baseras genomgående på Statistiska Centralbyråns (SCB) företagsstatistik.

Industrins vinster sedan 1965

Bruttovinstmarginalen

I figur 1 redovisas, med alternativa definitioner, bruttovinstens (driftsöverskottets) andel av förädlingsvärdet inom industrin åren 1965-83. Den översta, heldragna kurvan baseras direkt på data från SCBs företagsstatistik, vilket bl a innebär att bruttovinsterna framräknats enligt den s k FIFU- (först-in-först-ut) principen. Kurvan visar således vinstutvecklingen inklusive *nominella* lagerprisvinster. En grov uppskattning av lagervinsternas storlek kan fås genom att ingående lagerstock multipliceras med tillväxten i producentprisindex. Den streckade kurvan i figuren visar bruttovinstmarginalen efter en sådan justering, dvs exklusive nominella lagerprisvinster.

Skillnaden mellan de båda kurvorna (den heldragna och den streckade) ökar markant fr o m 1973 och skillnaden speglar accelerationen i prisstegringarna från denna tidpunkt, och under återstoden av 70-talet svarar lagerprisvinster för så mycket som en tredjedel av de okorrigerade bruttovinsterna. Ett intressant resultat av kalkylerna gäller bedömningen av vinstutvecklingen vid mitten av 70-talet. Den dramatiska uppgången i företagsvinsterna 1973-74, som vi berörde inledningsvis, tycks helt ha betingats av företagets lagerprisvinster. Tolkar vi – på det sätt som angetts här – den kraftiga ökningen i producentprisindex under dessa år (24,1 % enbart för 1974!) som en motsvarande ökning av återanskaffningskostnaderna för förbrukningen av insatsvaror, framstår 1974 inte alls som något rekordår.

I viss mening ger dessa kalkyler emellertid en missvisande bild av företagets vinstsituation. En fullständig eliminering av lagerprisvinster innebär nämligen att man bortser från de högst reella vinstmöjligheter som ligger i en framgångsrik inflationsanpassning, bl a av företagets lagerpolitik. Då återanskaffningspriserna för varuförbrukningen stiger snabbare (långsammare) än den allmänna inflationen gör företagen reala inflationsvinster (-förluster) på sin lagerhållning. Betydelsen av att inkludera reala lagerprisvinster i kalkylen framgår av den punktstreckade kurvan i figur 1, som alltså visar industrins bruttovinstmarginal inklusive *reala* lagerprisvinster.

Som framgår har företagen reellt sett fått vidkännas både vinster och förluster på sin lagerhållning. Förlusterna är koncentrerade till lågkonjunkturperioderna – 1966-67, 1971-72 och 1977-78 – då återanskaffningspriserna för varuförbrukningen (här mätt med producentprisindex) ökade långsammare än den allmänna inflationen. Motsatsen gällde 1973-74, då växande *reala* lagerprisvinster drev upp vinstmarginalen till en rekordnivå. Som en intressant jämförelse kan vi också konstatera att *reala lagerprisvinster inte alls spelat någon roll för den kraftiga vinstuppgången från 1983.*

Real räntabilitet

Att bruttovinstmarginalen utnyttjats så flitigt som mått på lönsamheten hänger naturligtvis samman med att måttet är enkelt att konstruera. Inga krav ställs t ex på data för kapitalstockar eller kalkylmässiga avskrivningar. Just denna omständighet kan samtidigt innebära en fara vid jämförelser över tiden och framför allt vid jämförelser mellan branscher och företag. I detta delavsnitt behandlas i stället industrins räntabilitet, ett mått som tillåter jämförelser över tiden, även om kapitalinsatsen per krona förädlingsvärde förändras.

Den heldragna, respektive streckade kurvan i figur 2A visar den reala räntabiliteten på eget kapital före och efter skatt. Beräkningen av räntabiliteten på eget kapital innebär allmänt sett att bruttovinsterna minskas med dels kalkylmässiga avskrivningar, dels nettot av företagets finansiella kostnader och intäkter, varefter återstoden divideras med det egna kapitalet. De kalkylmässiga avskrivningarna är beräknade på realkapitalets nedskrivna återanskaffningsvärde.¹ Men liksom inflationen inverkar på företagets förmögenhetsställning genom en omvärdering av realkapitalet innebär den en urholkning av finansiella tillgångar och skulder som är uttryckta i nominella belopp. I en ekonomi där förväntningarna är anpassade till inflationen har denna inflationsurgröpning sin motsvarighet i ökade marknadsräntor, som driver upp både finansiella intäkter och kostnader för företagen. En korrekt real räntabilitetsmätning måste fånga in båda dessa effekter av inflationen. I de beräkningar som redovisas i figur 2 har detta gjorts genom att det redovisade finansiella nettot (ränteutbetalningar minus finansiella intäkter) reducerats med ett belopp motsvarande inflationen gånger den (ingående) finansiella nettoskulden (skulder minus finansiella tillgångar)². I figur 2A visas också, med den punktstreckade kurvan, den reala räntabiliteten på totalt kapital (där som tidigare realkapitalet är värd-

¹ Jag utnyttjar här egna beräkningar av industrins realkapitalstockar enligt den sk perpetual inventory-metoden. Beräkningarna förutsätter att den ekonomiska värdeminskningen följer ett geometriskt förlopp. Avskrivningstakten har satts till 7,7 % per år för maskinkapitalet och 2,6 % för byggnader, vilket motsvarar en genomsnittlig ekonomisk livslängd på ungefär 13 respektive 38 år. SCBs beräkningar av ekonomiska avskrivningar och *netto* kapitalstockar (vilka inte publiceras) bygger i praktiken på samma avskrivningstal.

² Räntabiliteten på eget kapital efter skatt har beräknats efter avdrag av faktiska skattebetalningar. Genom att subtrahera faktiska skattebetalningar jämföras de skattekrediter som tas upp genom företagets "överavskrivningar" (inkl avsättningar till lagerreserver och investeringsfonder) med eget kapital. Skattekrediterna är följaktligen också inräknade i nämnaren i räntabilitetsmättet. 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 både faktiska skattebetalningar och årets ökning i skattekrediten. I praktiken ger dessa alternativa beräkningsmetoder nära nog identiska resultat för räntabiliteten efter skatt.

erat till återanskaffningspriser), som inkluderar den reala avkastningen även på företagens finansiella tillgångar.

De olika räntabiliteterna i figur 2A ger samma bild av den långsiktiga utvecklingen som figur 1. Vi kan bl a konstatera att vinststoppgången efter devalveringarna 1981 och 1982 förde upp totalräntabiliteten till en nivå jämförbar med den som gällde 1974, medan räntabiliteten på eget kapital däremot inte väsentligt överstiger lågkonjunkturårens 1966–67 och 1971–72.

Räntabiliteten på totalt kapital har sitt speciella intresse i detta sammanhang därför att den möjliggör en beräkning av den sk hävstångseffekten, som visar hur mycket avkastningen på det egna kapitalet (före skatt) överstiger just räntabiliteten på totalt kapital. Hävstångsfaktorns storlek beror av skillnaden mellan räntabiliteten på totalt kapital och företagets genomsnittliga skuldränta, och av skuldernas storlek i förhållande till det egna kapitalet.¹ Hävstångsfaktorn är därmed intressant som ett mått på hur räntabiliteten på eget kapital påverkats av företagets finansiering. Som framgår av figur 2B var hävstångseffekten positiv under hela observationsperioden och uppgick i genomsnitt 1965-83 till 3,0 %. Genomsnittet för räntabiliteten på eget kapital var 3,9 % under samma tid och för räntabiliteten på totalt kapital endast 0,9 %. Nivån för egenräntabiliteten har alltså till den helt övervägande delen bestämts just av hävstångseffekten.

Företagens genomsnittliga skuldränta, sådan den rapporteras i SCBs företagsstatistik, avviker av flera skäl från aktuella marknadsräntor. Det står ändå klart att det rådande läget på kapitalmarknaden haft ett direkt och tydligt genomslag på hävstångseffekten. Som framgår av figur 2B är variationerna i hävstångsfaktorns storlek i stort en spegelbild av förändringarna i realräntan – i figuren representerad av den reala räntan på långa industriobligationer. 70-talets växande hävstångsvinster betingades i stor utsträckning alltså av fallande, och under flera år negativa, realräntor. Den tröga och ofullständiga anpassningen av marknadsräntan till den accelererande inflationen under 70-talet fick på detta sätt genomslag i en uppdriven avkastning på eget kapital. Att räntabiliteten på eget kapital efter 80-talets vinstökningar inte alls nått upp till 1974 års nivå hänger på motsvarande sätt samman med ränteutvecklingen. Genom de höga realräntorna kom hävstångsvinsterna att bli mycket begränsade, jämfört med rekordårens på 70-talet.

¹ Sambandet framgår av det välkända uttrycket

$$R_E = R_T + S/E(R_T - R_S)$$

där R_E och R_T är räntabiliteten på eget respektive totalt kapital, R_S är den genomsnittliga skuldräntan och S/E är kvoten mellan totala skulder och eget kapital. Den andra termen i höger led är hävstångseffekten.

Räntabiliteten och industrins tillgångsstruktur

I de föregående avsnitten redovisades utvecklingen av industrins vinster under bl a krisåren på 70-talet. Parallellt med vinstkrisen noteras, från slutet av 70-talet, en viktig förändring på kapitalmarknaderna i form av en bättre anpassning av marknadsräntorna till inflationen. Med de stigande realräntorna påverkades också förutsättningarna för industriell kapitalbildning genom att – allt annat lika – finansieringskostnaderna för realinvesteringarna drevs upp. Alternativt uttryckt ökade incitamenten att investera i olika finansiella placeringsobjekt snarare än i osäkra och för framtiden förpliktande realinvesteringar. En tydlig illustration till detta ges i figur 3, som visar realräntabilitet på materiellt kapital (maskiner, byggnader och lager), den reala marknadsräntan sedan början av 50-talet och industrins nettokapitalkostnad sedan 1963. Nettokapitalkostnaden anger helt enkelt den lägsta (reala) avkastning före skatt som företagen måste kräva av sina investeringar med hänsyn till de förräntningsanspråk som ställs på kapitalmarknaden.¹

Förändringarna i kapitalavkastningen under andra hälften av 70-talet motsvarades på den reala sidan av en stagnerande eller fallande industriproduktion och en drastisk minskning av företagens investeringar i maskiner och fast anläggningsskapital. Produktionsnivån 1982, efter krisåren, var exempelvis inte mycket högre än tio år tidigare, och under hela perioden 1976-82 minskade maskininvesteringarna årligen med i genomsnitt 5 % och byggnadsinvesteringarna med 12 %. Vi kan också konstatera en mycket påtaglig förskjutning i företagens tillgångsstruktur i riktning mot en växande andel finansiella tillgångar. Det finansiella kapitalet, exklusive kassa och handelskrediter, ökade sålunda från ca 15 % av totalt kapital under andra hälften av 60-talet till ca 25 % i början av 80-talet.

I en ekonometrisk analys av industrins tillgångsstruktur, som ingick i IUIs långtidsbedömning 1985², påvisades ett klart samband mellan å ena sidan den förändrade avkastningsrelationen mellan företagens finansiella och reala investeringar och å andra sidan det ökade innehavet av finansiella tillgångar. Den avgjort viktigaste faktorn bakom ökningen av andelen finansiellt kapital var dock den under 70-talet sjunkande marknadsvärderingen av substansvärdet i företagen (Tobins q).

En extrapolering av data från en tidigare IUI-studie³ visar (se figur 4) att denna marknadsvärdering var drygt 90 öre per krona eget kapital år 1965.

¹ För en närmare redogörelse för beräkningsmetodik, se Bergström-Södersten, 1987, *Kan Finanspolitiken styra investeringarna?*, FIEF, Forskningsrapport nr 14.

² Se J Södersten, 1985, "Industrins vinster, finansiering och tillgångsstruktur 1965-83. Specialstudie V", i *Att rätt värdera 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985*.

³ Se Södersten-Lindberg, 1983 s 79. Beräkningarna bygger på en värdering av eget kapital till återanskaffningspriser. Se vidare not 1, s 49.

Under 70-talet föll dock "q-kvoten" successivt till en bottennivå på endast 30 öre 1979. Den gynnsamma utvecklingen på börsen under 80-talet drev sedan upp marknadsvärderingen påtagligt till nästan den nivå som gällde vid mitten av 60-talet.

Att aktiemarknaden värderar substansvärdet eller det egna kapitalet till mindre än en krona, räknat per investerad krona, behöver inte vara uttryck för en ojämvtiktssituation. För hushållen, och i någon mån också för olika institutionella aktieägare, gäller nämligen att värdestegringsvinster vid aktieplaceringar är avsevärt lindrigare beskattade än utdelningsinkomster. Denna skillnad i skattetryck skapar en inlåsningsseffekt, som gör det förenligt med privatekonomisk lönsamhet att företagen, vid finansiering med behållna vinstmedel, accepterar även sådana investeringar som ökar företagets marknadsvärde med mindre än en krona, räknat per investerad krona.¹

Vad som är intressant i detta sammanhang är emellertid att då q-kvoten är avsevärt lägre än 1 har enskilda företag möjlighet att via egna aktieköp få tillgång till produktionsresurser till en lägre kostnad än genom egna realinvesteringar. På motsvarande sätt innebar den ökade marknadsvärderingen under 80-talet förbättrade incitament att investera i realkapital.

Vid en analys av industrins realinvesteringar för perioden 1966-86 har försök gjorts att kvantifiera betydelsen av förändringar i kapitalavkastning och marknadsvärdering. Resultaten visar att en uppgång i real räntabilitet på materiellt kapital med en procentenhet i förhållande till kapitalkostnaden höjer investeringskvoten (mätt som nettoinvesteringarnas andel av förädlingsvärdet) med 0,4 procentenheter medan en uppgång i Tobins q med 10 procentenheter höjer investeringskvoten med 0,3 procentenheter. Då investeringskvoten under den studerade perioden i genomsnitt uppgick till 5,3 procent, indikerar dessa siffror kraftiga genomslag av förändringar i lönsamhet och marknadsvärdering på industrins kapitalbildning.²

¹ Se t ex Bergström-Södersten, 1981, "Double Taxation and Corporate Capital Cost" i Eliasson-Södersten (eds), *Business Taxation, Finance and Firm Behavior*, IUI Conference Reports 1981:1, och Bradford, 1981, "The Incidence and Allocation Effects of Tax on Corporate Distributions", *Journal of Public Economics*, 15, 1-22.

² Följande ekvation har skattats för åren 1966-86:

$$\frac{I^N}{Q} = 0,41 - 0,41 R_{-1} + 0,03 q_{-1} + 0,07 KUT_{-1}; \quad R^2 = 0,85 \quad DW = 2,19$$

(-3,76) (1,26) (3,47)

t-värden är angivna inom parentes.

$\frac{I^N}{Q}$ är industrins nettoinvesteringskvot. R är kvoten mellan (ett plus) kapitalkostnaden (netto) och (ett plus) räntabiliteten på materiellt kapital. q är Tobins q och KUT är kapacitetsutnyttjandet. De förklarande variablerna har "laggats" ett år för att på enklast möjligt sätt fånga in tidseftersläpningen i företagens anpassning.

I figur 5 visas slutligen hur bolagsbeskattningen påverkat företagens kapitalkostnader, dvs det (netto)avkastningskrav före skatt företagen måste ställa på sina realinvesteringar. Kalkylerna har utförts med hjälp av konventionella metoder för kapitalkostnadsanalys, som bl a innebär nuvärdeberäkningar av vinster och skattebetalningar från hypotetiska investeringsprojekt. Aktieägarnas förräntningskrav har därvid förutsatts motsvara 1,5 gånger räntan på långa industriobligationer. Lånemedlen har i beräkningarna antagits motsvara den faktiska (genomsnittliga) skuldkvoten för industrin under perioden. Figuren visar "bolagsskattekilen", dvs differensen mellan kapitalkostnaden inklusive bolagsskatt och motsvarande kapitalkostnad utan skatt.

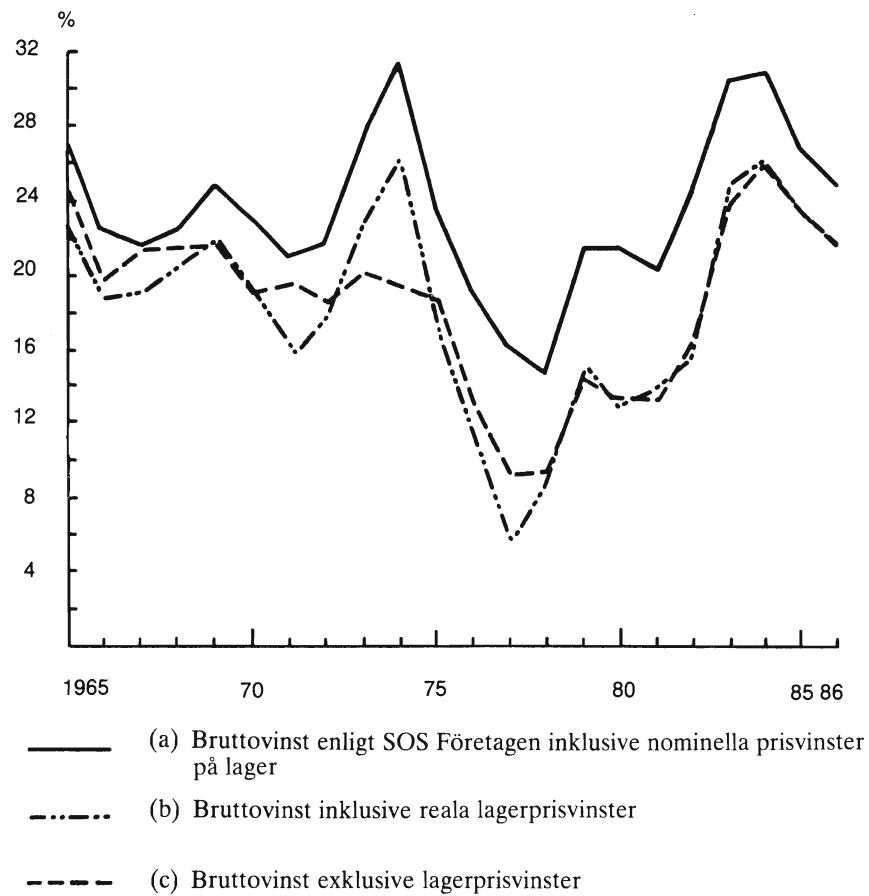
Den viktiga och slående slutsatsen av dessa kalkyler är att bolagsbeskattningen sedan mitten av 60-talet tycks ha medfört en nettosubventionering av marginella investeringsobjekt. Förklaringen ligger i lånefinansieringens skattemässigt gynnade ställning. Kombinationen av avdrag för låneräntor och snabb skattemässig avskrivning i olika former innebär i själva verket att det för marginella lånefinansierade investeringar är möjligt att göra avdrag som överstiger nuvärdet av förväntade framtida intäkter. Subventioneringen förstärktes dessutom av den ofullständiga anpassningen av marknadsräntorna till den accelererande inflationen under 70-talet, som berördes ovan.

Ett konventionellt antagande vid kapitalkostnadsanalyser är att de avskrivnings- och avsättningsmöjligheter som erbjuds i skattelagstiftningen också utnyttjas av företagen. Flera empiriska undersökningar tyder dock på att, åtminstone för svenskt vidkommande, detta är ett tveksamt antagande. Företagen tycks i själva verket ofta ha tillgång till av- och nedskrivningsmöjligheter i större omfattning än man faktiskt kan utnyttja. Avgörande för hur mycket som betalas i skatt blir inte begränsade avskrivningsmöjligheter utan önskemålet att uppvisa en jämn vinstutveckling, kanske för att långsiktigt kunna "finansiera" utdelningen med beskattade vinstmedel. Men i samma mån som stora grupper av företag har utnyttjat underlag för skattemässig konsolidering har statsmakterna uppenbarligen förlorat möjligheten att styra deras investeringsbeslut. Nyttillkommande investeringar berörs då inte av bolagsskatten och gagnas då inte heller av t ex förbättrade avskrivningsregler.

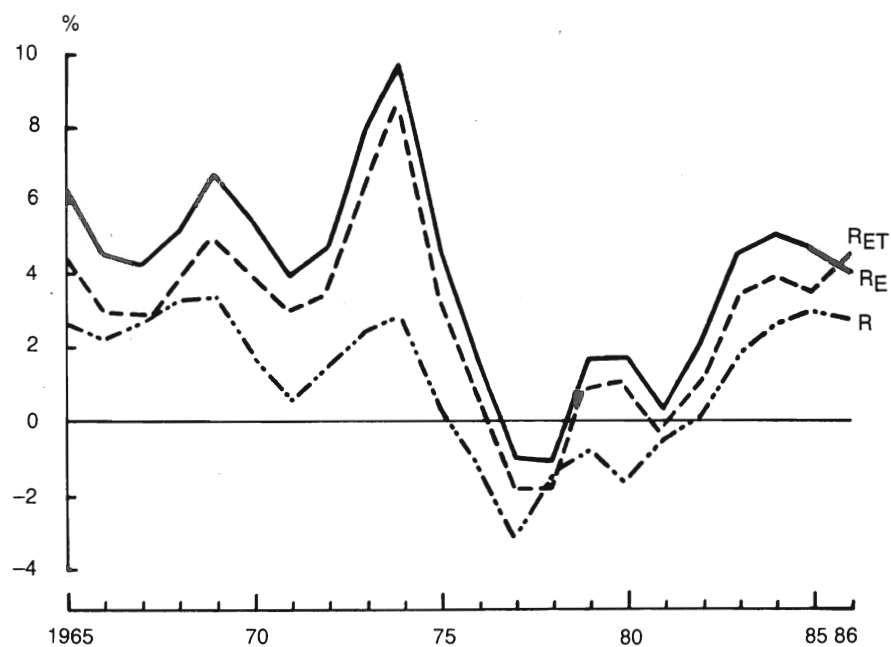
Figur 1 Bruttovinstens andel av förädlingsvärdet 1965–86.

Alternativa definitioner

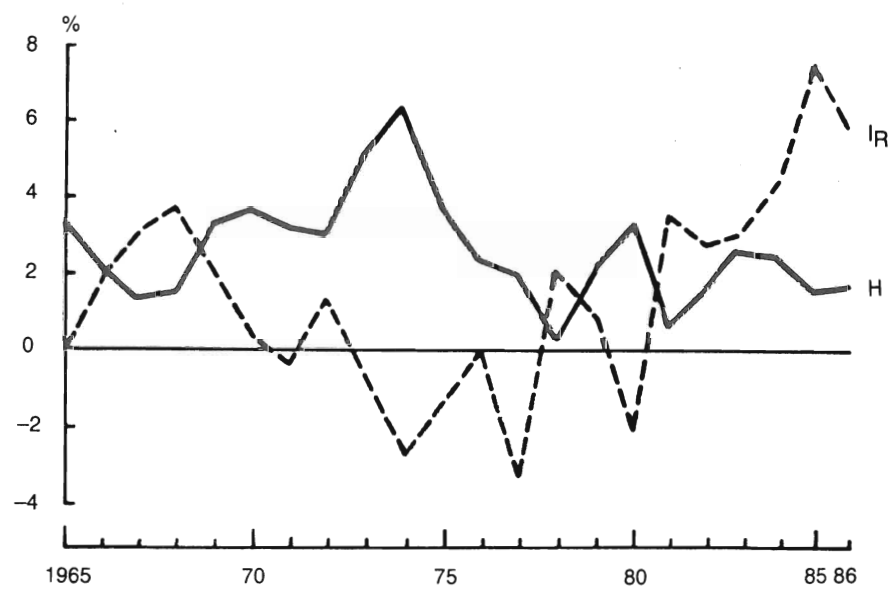
Procent



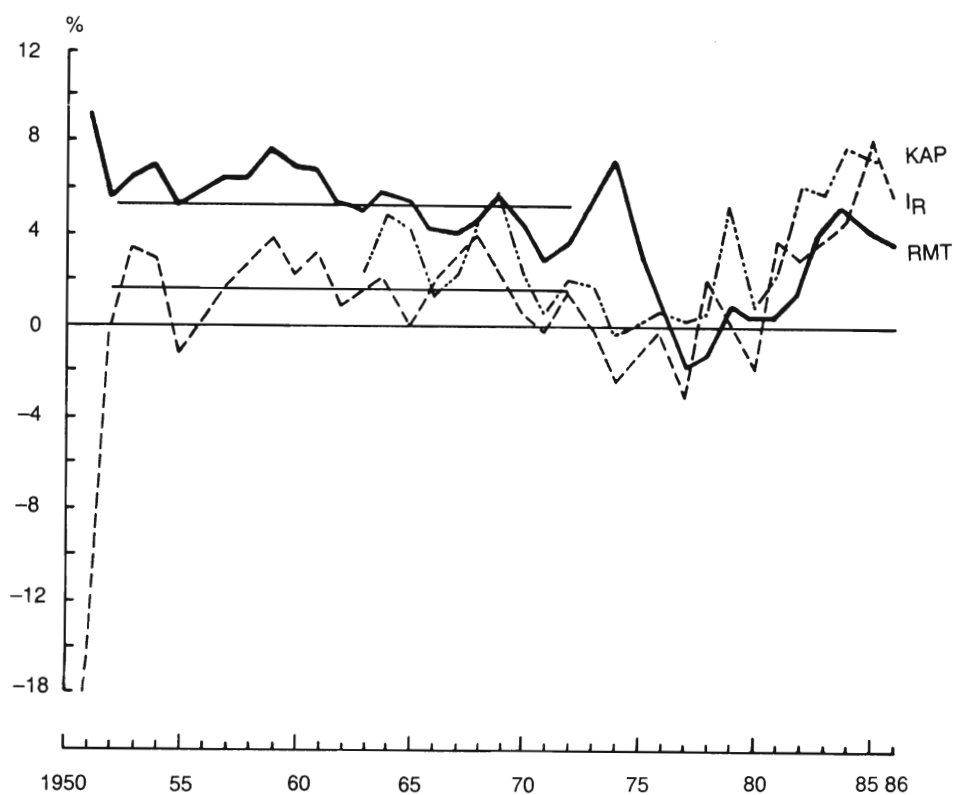
Figur 2A Real räntabilitet på totalt kapital (R) och på eget kapital före (R_E) och efter (R_{ET}) skatt
Procent



Figur 2B Hävstångseffekten (H) och real ränta på industriobligationer (I_R)



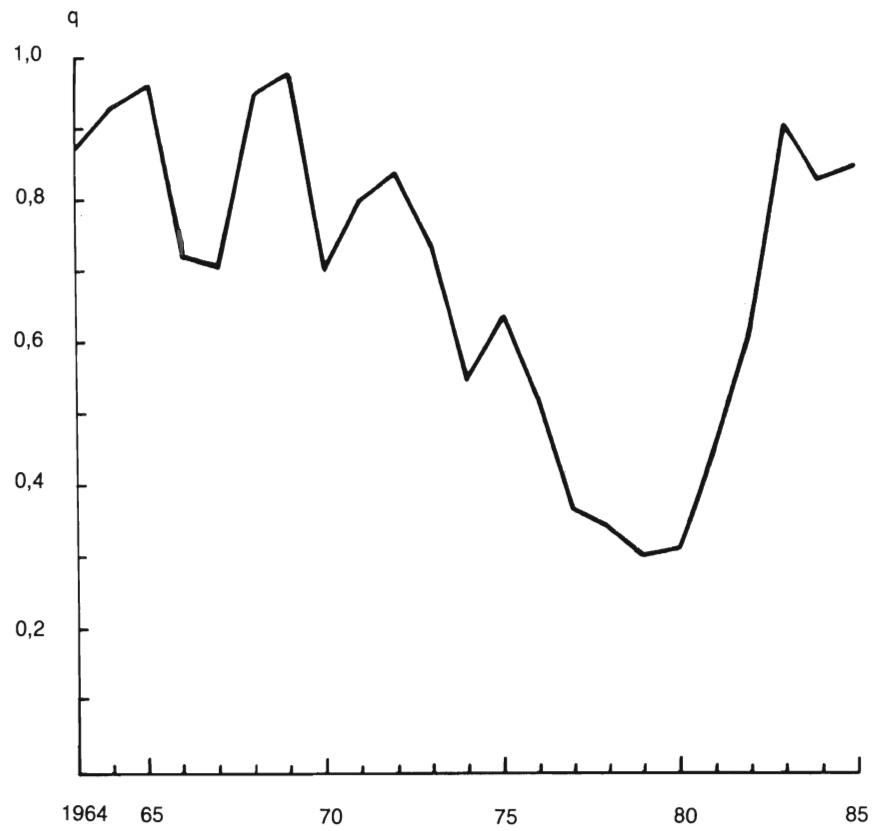
Figur 3 Real räntabilitet och real marknadsränta 1951–86
Procent



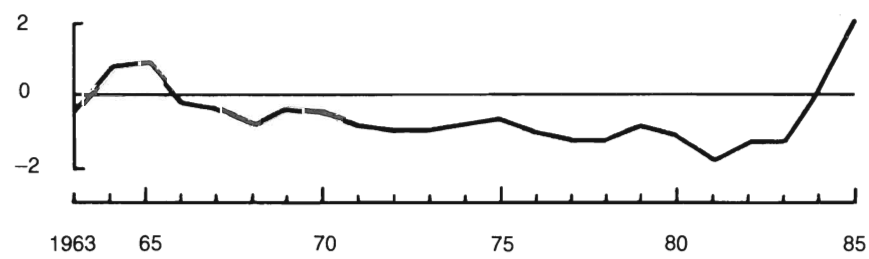
RMT = Real räntabilitet på materiellt kapital
 I_R = Real ränta på långa industriobligationer
 KAP = Real nettokapitalkostnad

Anm: De horisontella linjerna är genomsnitt för åren 1952–72.

Figur 4 Tobins q – marknadsvärdering av eget kapital i industrin



Figur 5 Bolagsskattekil vid finansiering med eget och främmande kapital



Litteratur

- Bergström, V, och Södersten, J, 1981, "Double Taxation and Corporate Capital Cost" i Eliasson-Södersten (eds) *Business Taxation, Finance and Firm Behavior*, IUI Conference Reports 1981:1.
- Bergström, V, och Södersten, J, 1987, *Kan finanspolitiken styra investeringarna?*, FIEF, Forskningsrapport nr 14.
- Bradford, D, 1981, "The Incidence and Allocation Effects of Tax on Corporate Distributions", *Journal of Public Economics*, 15, 1-22.