

Industrins tillväxt och långsiktiga finansiering

Höga industriinvesteringar förutsätter höga vinster. Otillräcklig självfinansiering p g a för låga vinster kan kompenseras genom mera statliga direktinsatser, något som dock ökar risken för felaktiga investeringsbeslut.

BO LINDÖRN

De finansiella problem som svensk industri har att möta i framtiden kommer att i hög grad bero på vilken produktion och investeringstillväxt som industrin behöver uppnå för att realisera den utveckling för hela den svenska ekonomin som man eftersträvar från politiska utgångspunkter. Av denna anledning genomförs i bilaga 4 till den statliga kapitalmarknadsutredningen¹ finansiella kalkyler som grundas på de två huvudalternativ som behandlades i IUI:s långtidsbedömning (LB) 1976, avseende utvecklingen fram till 1980. I det ena alternativet prioriteras den offentliga konsumtionen (O-alternativet) medan det andra har en stark inriktning mot privat konsumtion (I-alternativet).

Den ekonomiska utvecklingen under de senaste åren har medfört att det idag ter sig mindre sannolikt att prognoserna enligt LB:s offentlig- eller industriexpansiva alternativ (eller den statliga långtidsutredningens alternativ) kommer att kunna realiseras. Det har dock varit en alltför omfattande uppgift att för detta speciella ändamål genomföra en ny

reviderad långsiktbedömning. Vi har därför valt att fullfölja kalkylerna på grundval av LB:s två alternativ och ta hänsyn till de nya omständigheterna på en ad hoc-basis genom partiella revideringar och kommentarer.

Vi utgår från viss given *real* utveckling i industrins produktion och investeringar. Investeringarna har således bestämts utanför vår modell. De kommer i huvudsak från de kalkyler som gjorts i IUI:s långtidsbedömning och uttrycker vilken investeringsvolym som krävs för att åstadkomma en viss förutsedd ökning av produktionsvolymen. Med hjälp av antaganden om pris- och löneutvecklingen kan sedan den finansiella utvecklingen för prognosperioden beräknas utifrån den reala utvecklingen.

Tabell 1 visar den från LB:s huvudmodell givna utvecklingen av industrins produktion, kapitalvolym och investeringar i fasta och löpande priser i de bägge prognosalternativen. Enligt IUI:s kalkyler kommer det industriexpansiva alternativet att kräva en betydligt större investeringsvolym än alternativet med svag industritillväxt. Priserna för förädlingsvärdet har bedömts öka med i genomsnitt 6 procent per år i bägge alternativen, medan kapitalvaruprisernas årliga ök-

¹ Lars Wohlin och Bo Lindörn: Industrins tillväxt och långsiktiga finansiering, SOU 1978:13.

TABELL 1. INDUSTRINS UTVECKLING
1974—1980 I DE TVÅ PROGNOSS-
ALTERNATIVEN
(Ökning % per år)

	Offentlig- expansivt alternativ	Industri- expansivt alternativ
<i>Volym</i>		
Produktion	4,1	5,4
Total kapitalvolym	4,8	5,3
Investeringar	3,2	7,0
<i>Värden i löpande priser</i>		
Produktion	10,4	11,7
Investeringar	10,1	14,6

ning beräknats bli respektive 6,7 och 7,1 procent i O- och I-alternativen. Detta ger oss en förädlingsvärdet i löpande priser stiger med 10,4 procent respektive 11,7 procent per år. Investeringarna ökar med 10,1 respektive 14,6 procent per år i löpande priser.

Mellan lönsamhet och tillväxt (investeringar) finns ett komplicerat dubbelriktat orsakssamband. Vi har inte tillräckliga kunskaper för att kunna kvantifiera detta samband, utan vi har i stället begränsa oss till att göra de antaganden om löneandelen som vi finner rimliga och förenliga med den antagna tillväxten. För prognosperioden har löneandelen i I-alternativet antagits i genomsnitt ligga kvar på den låga nivå, 72 procent, som gällde under högkonjunkturåret 1974. I O-alternativet antas löneandelen vara 75 procent, vilket avviker från det antagande som gjordes i IUI:s långtidsbedömning, där löneandelen även i O-alternativet antogs vara 72 procent.

FINANSIELLA FLÖDEN

I bilagan till kapitalmarknadsutredningen undersöks den historiska utvecklingen av industrins sparande, investeringar och externa finansiering från mitten på 60-talet till år 1974, och för perioden 1975—80 görs prognoser för industrins interna och externa finansiering samt för utvecklingen av industrins kapitalstruktur. Storleken av den externa finansieringen visar vilka resursanspråk som industrin bedöms ställa på kapitalmarknaden.

Tabell 2 visar några olika resultatposter som årliga genomsnitt för perioderna 1966—69, 1970—74 och 1975—80. Bruttosparandet visar den del av de medel som genererats i industrin som — så länge industrin har en positiv nettoupplåning — kan användas för att finansiera investeringar. Det finansiella sparandet avser skillnaden mellan sparande och investeringar. Att det finansiella sparandet är negativt, innebär att andra sektorer måste skjuta till resurser för att industrin skall kunna genomföra sina materiella investeringar. Industrins behov av extern finansiering framkommer som skillnaden mellan investeringar i finansiella tillgångar och finansiellt sparande. Den externa finansieringen sker i form av nyemission av aktier och ökad upplåning. I dessa prognoser beräknas upplåningsbehovet som skillnaden mellan det totala externfinansieringsbehovet och nyemissionerna. Det finansiella sparandet blir i bägge utvecklingsalternativen negativt, men kommer att ligga på olika nivåer; i I-alternativet är det närmare 2 mrd kr mindre än i O-alternativet. Till följd av att behovet av investeringar i finansiella tillgångar kan antas bli drygt 2 mrd kr större i I-alternativet, beräknas industrins totala upplåningsbehov bli ca 4 mrd kr större än i O-alternativet.

Olikheterna i finansieringssituationen framgår även av självfinansieringsgraden. I det industriexpansiva fallet är den i stort oför-

TABELL 2. INDUSTRIFÖRETAGENS FINANSIELLA SPARANDE OCH
 EXTERNFINANSIERING 1966—1980
 Genomsnitt per år, miljarder kr

	1966—	1970—	1975—1980	
	1969	1974	Offentlig- expansivt alternativ	Industri- expansi- alternativ
1. Förädlingsvärde	29,7	49,8	97,5	101,9
2. Löneandel (%)	76,0	75,0	75,0	72,0
3. Bruttosparande	4,8	8,9	17,0	19,0
4. Bruttoinvesteringar (inkl lagerinv)	6,6	12,9	23,2	27,0
5. Finansiellt sparande (3)—(4)	— 1,8	— 4,0	— 6,2	— 8,0
6. Investering i finansiella tillgångar	3,3	5,1	10,1	12,5
7. Behov av extern finansiering (6)—(5)	5,1	9,1	16,3	20,5
8. Nyemissioner	0,3	0,4	1,0	1,1
9. Upplåningsbehov (7)—(8)	4,8	8,7	15,3	19,4
10. Självfinansieringsgrad (3)/(4) (%)	72,7	70,0	73,3	70,3

Källa: Bilaga 4 till kapitalmarknadsutredningens betänkande, tabell 2 och 3.

TABELL 3. INDUSTRINS KAPITALSTRUKTUR 1965—1980
 Miljarder kr

	1965	1969	1974	1980	
				O-alt	I-alt
1. Materiellt kapital	49,7	61,4	110,5	219,3	240,8
2. Finansiellt kapital	15,7	30,7	57,9	120,8	134,0
3. Skulder	22,0	41,0	84,6	176,4	201,3
4. Eget kapital	43,4	51,0	83,8	163,7	173,5
5. Totalt kapital = (1) + (2) = (3) + (4)	65,3	92,1	168,4	340,1	374,8
6. Finanskvot = (2)/(1), %	31,6	49,9	52,4	55,1	55,7
7. Soliditet = (4)/(5), %	66,4	55,4	49,7	48,0	46,3

ändrad jämfört med genomsnittet för åren 1970—74, men i O-alternativet är den högre och överstiger också nivån 1966—69.

FÖRÄNDRINGEN I INDUSTRIENS KAPITALSTRUKTUR

I Sverige har upplåningen vuxit snabbare än det totala kapitalet i industrin sedan mitten på 1960-talet. Mellan 1965 och 1974 var tillväxten av industrins skulder 16,1 procent i genomsnitt per år mot 11,1 procent för det totala kapitalet. Utvecklingen har medfört att soliditeten sjunkit markant. Mätt som eget kapital inklusive hela det obeskattade kapitalet i relation till det totala kapitalet (exklusive handelsskulder) sjönk den från 66 procent 1965 till 50 procent 1974, vilket framgår av tabell 3.

Det är svårt att bestämt säga vad som ligger bakom denna historiska förändring. Tänkbart är att företagen tvingats öka sin skuldsättning för att kunna genomföra mer långsiktigt bestämda investeringsplaner. Oberoende av om sådana långsiktiga bindningar i investeringsverksamheten funnits eller ej, är det inte heller osannolikt att det skett förändringar i någon eller några yttre faktorer, som exempelvis totalräntabilitet och finansieringskostnader, vilka medfört att företagen funnit det fördelaktigt att öka sin skuldsättning i relation till det totala kapitalet. Vad som talar för att företagen på detta sätt frivilligt kan ha valt att sänka sin soliditet är bl.a. att utbudet ökat av förmånliga krediter på kapitalmarknaden, vilket gjort att de kunnat låna mer utan att behöva öka sitt finansiella risktagande i motsvarande mån. Det finansiella risktagandet till följd av den lägre soliditeten kan vidare antas ha begränsats av att det finansiella kapitalet, som är förhållandevis lätt att realisera, har vuxit snabbare än det materiella. Detta avspeglas i att finans-

kvoten, som uttrycker förhållandet mellan dessa kapitalstockar, ökade från 32 procent 1965 till 52 procent 1974.

I bägge prognosalternativen beräknas att de finansiella tillgångarna fortsätter att växa snabbare än de materiella, och soliditeten beräknas fortsätta att sjunka. Nedgången i soliditeten blir dock något större i alternativet med stark industriexpansion än i det offentligt-expansiva alternativet.

RÄNTABILITET OCH TILLVÄXTEN I EGET KAPITAL

En viss förbättring av totalräntabiliteten har inträffat mellan slutet av 1960-talet och början på 1970-talet. Detta förklaras till stor del av den snabba produktprisstegring som ägt rum efter år 1972. Av tabell 4 framgår att totalräntabiliteten uppgick till nära 9 procent under högkonjunkturåret 1974, vilket är ett värde som ligger en bra bit ovanför den genomsnittliga räntabiliteten för perioderna 1966—69 och 1970—73, som var 5,6 respektive 6,0 procent.

Av tabellen framgår också att totalräntabiliteten höjts mer än låneräntan. Detta i kombination med den höjda skuldkvoten har inneburit att räntabiliteten på eget kapital före skatt ökat i snabbare takt än totalräntabiliteten.

Procentuellt är uppgången i räntabiliteten på eget kapital *efter skatt* ännu större, vilket har haft sin grund i att ökade överavskrivningar, investeringsavdrag och dylikt sänkt den effektiva skattesatsen.

Totalräntabiliteten kommer i bägge prognosalternativen att sjunka från 1974 års höga värde. Eftersom låneräntan antagits vara oförändrad fram till 1980, kommer det egna kapitalets räntabilitet att påverkas negativt. Denna sänkning motverkas i bägge alternativen av en höjd skuldkvot. Nettoeffekten på

TABELL 4. INDUSTRINS RÄNTABILITET PÅ TOTALT OCH EGET KAPITAL
1966—1980

	Genomsnitt per år			1980	
	1966— 1969	1970— 1973	1974	O-alt	I
1. Totalräntabilitet före skatt (R_T) %	5,6	6,0	8,9	7,1	8,1
2. Låneränta (i_c) %	4,7	4,9	5,5	5,5	5,5
3. Skuldkvot ($\frac{S}{E}$)	0,67	0,90	1,01	1,0	1,10
4. Räntabilitet på eget kapital före skatt; $R_E = R_T + (R_T - i_c) \frac{S}{E}$ %	6,2	6,9	12,3	8,8	11,1
5. Vinstskattesats (t_v) %	40	29	28	28	28
6. Räntabilitet på eget kapital efter skatt $R_E = (1 - t_v) R_E$ %	3,7	4,9	8,9	6,3	8,0

det egna kapitalets räntabilitet blir dock en kraftig sänkning i bägge fallen från 12,3 procent före skatt 1974 till 8,8 resp 11,1 procent i O- resp I-alternativet.

INDUSTRINS SKULDSTRUKTUR

Som ett komplement till kalkylen och för att bättre kunna bedöma prognosens rimlighet har vi vidare undersökt hur industrins externfinansiering utvecklats sedan mitten på 60-talet.

Relationen mellan eget och främmande kapital kan antas vara av central betydelse för företagets investeringsvilja eftersom den finansiella risken, allt annat lika, ökar med en sänkt soliditet (ökad skuldsättning i förhållande till det egna kapitalet). Det är troligt att företagen hellre väljer att skära ned sina investeringar än att genomföra dem med en lånefinansiering som medför att soliditeten sjunker under en viss nivå. Det finns emellertid en mängd faktorer som påverkar före-

tagens val av skuldsättningsgrad. Olika typer av krediter skiljer sig från varandra förutom vad avser själva räntenivån även genom att de har olika lånevillkor och löptid. Därför medför olika creditslag olika grader av risktagande för företagen, så att företagen accepterar olika nivåer på soliditeten beroende på hur skuldstrukturen är sammansatt.

Under 1960-talet och början av 1970-talet har det skett avsevärda institutionella förändringar på kapitalmarknaden. AP-fonderna har tillkommit och fått en omfattning på den inhemska kapitalmarknaden som saknar internationellt motstycke. Vidare har höjda ambitionsnivån när det gäller de ekonomisk-politiska målsättningarna medfört att krediter för speciella ändamål ökat i omfattning. För att kunna ge en så fullständig bild som möjligt av de faktorer som kan ha påverkat industrins soliditetsutveckling är det angeläget att undersöka hur industrins skuldstruktur förändrats. Tabell 5 visar skuldstrukturen vid slutet av åren 1966 och 1974.

Ett intressant drag i industrins externa ka-

TABELL 5. SVENSK INDUSTRI SKULDSTRUKTUR ULTIMO 1966 OCH 1974

	1966		1974	
	Mrd kr	Andel %	Mrd kr	Andel %
<i>Rörelsegenererade skulder exkl handelskrediter och koncernskulder</i>	7,5	18	19,4	17
<i>Inom-koncern-krediter (inkl handelskrediter)</i>	3,5	9	10,1	9
<i>Icke-organiserad kreditmarknad i Sverige</i>	14,5	35	35,8	32
Handelskrediter till svenska företag (exkl till koncernföretag)	9,2	23	22,9	20
Övrigt	5,3	13	12,9	11
<i>Svenska organiserade kreditmarknaden</i>	12,0	30	31,7	28
Affärsbanker exkl återlån	5,0	12	8,5	8
Återlån från AP-fonden	0,6	1	2,9	3
Försäkringsbolag	2,0	5	3,3	3
Specialinstitut	1,0	2	7,3	6
Övriga institut	0,1	0	1,2	1
Obligationer	3,3	8	8,5	8
<i>Utländska kreditmarknader</i>	3,1	8	15,3	14
Handelskrediter (exkl inom-koncern-krediter)	2,1	5	6,2	6
Övrigt	1,0	2	9,1	8
Summa	40,6	100	112,3	100

finansförsörjning är att en tredjedel av upplåningen sker på den icke organiserade svenska kreditmarknaden och att över hälften är rörelsegenererade skulder (handelskrediter, koncernskulder etc) som företagen normalt inte behöver förhandla om. I kombination med en växande upplåning i utlandet bör detta ha medfört att traditionella kreditpolitiska åtgärder riktade mot den organiserade svenska kreditmarknaden kommit att få en relativt minskande potentiell inverkan på industrins finansieringssituation. Däremot har den ökande andelen av specialkrediter öppnat andra möjligheter att genom kapitalförsörjningen styra investeringsinriktningen. Dessa krediter innehåller tex ofta någon form av subventioner. Specialkrediternas ökade betydelse framgår likaså av tabell 5.

UTBUDET AV RISKVILLIGT KAPITAL OCH HUSHÄLLENS PLACERINGAR

Tillförseln av riskvilligt kapital har självfallet en stor betydelse för industrins expansion. Om utbudet av riskvilligt kapital ökar, allt annat lika, ökar också tillväxten. Utbudet skulle öka om hushållen vore villiga att placera en ökad andel av sina tillgångar i aktier. Under senare år har emellertid utvecklingen gått i motsatt riktning. Hushållssektorn som helhet har varit nettosäljare av aktier. För att finna orsaken till denna utveckling har vi i vår studie diskuterat några grundläggande faktorer bakom hushållens val mellan olika placeringsformer.

Utbudet av riskvilligt kapital bestäms — vid ett givet totalt utbud av kapital — av

TABELL 6. REAL AVKASTNING PÅ OLIKA PLACERINGAR I GENOMSnitt PER ÅR (PROCENT)

	Före skatt						Efter skatt					
	Aktier		Bank		Obliga- tioner		Aktier		Bank		Obliga- tioner	
	r	s	r	s	r	s	r	s	r	s	r	
1950—1960	11,1	17,9	-0,5	4,6	-2,5	4,5	9,7	19,0	-1,9	4,5	-3,8	4,4
1955—1965	8,5	16,9	1,2	1,3	-1,9	4,1	7,0	15,8	-0,7	1,2	-3,5	4,1
1960—1970	2,8	18,2	1,8	1,4	-0,5	4,9	1,0	18,5	-0,9	1,4	-2,6	4,9
1965—1975	3,4	18,3	0,3	2,5	-1,3	4,9	1,3	18,5	-3,1	2,7	-3,7	4,9

Anm: r = avkastning

s = standardavvikelse

För att mäta avkastningen på obligationer har vi använt 1941 års lån med 40 års löptid och 3,5 % ränta. Avkastningen inkluderar även värdeförändringar. Aktieavkastningen har mätts med utgångspunkt i Affärsvärldens generalindex och inkluderar direktavkastning och värdeökning.

Som mått för bankerna har vi valt att använda avkastningen på kapitalräkning med 12 månaders uppsägning.

hur hushållen väljer att fördela kapitalet mellan finansiella tillgångar med olika risk. För att placera kapital i tillgångar med högre risk förutsätts att hushållen ställer högre krav på avkastning. Ju högre hushållens krav på risksättning, desto mindre andel av hushållens kapital placeras i aktier med en viss risk och desto större andel placeras i riskfria tillgångar.

Vilka tillgångar hushållen placerar i beror alltså inte bara på förväntad avkastning efter skatt utan också på förväntad risk. Vi har beräknat den genomsnittliga reala avkastningen före och efter skatt på aktier, obligationer och kapitalräkning med 12 månaders uppsägning samt hur stora variationerna runt den genomsnittliga avkastningen varit under perioden 1950—75 (se tabell 6). Vid beräkning av avkastningen på obligationer har vi summerat direkta avkastningar och värdeför-

ändringen på samma sätt som avkastningsberäkningar brukar göras för aktier.

Skatteberäkningen grundas på relationen mellan totala skatter och inkomster i hela ekonomin varje år sedan 1950. Denna skattsats har stigit kontinuerligt, i synnerhet sedan mitten av 1960-talet, vilket bidragit till att förstärka nedgången i real avkastning efter skatt.

Såväl den genomsnittliga avkastningen som spridningen har under perioden 1950—1975 varit avsevärt högre för aktier än för obligationer och banktillgodohavanden. Avkastningen på aktier har emellertid sjunkit drastiskt sedan tidigare delen av 1960-talet, medan någon liknande nedgång inte återfinns hos de andra placeringsformerna. Då risken för aktieplaceringar inte samtidigt sjunkit, blir slutsatsen att aktier blivit relativt sett mindre attraktiva.

RÄNTABILITETEN MÅSTE FÖRBÄTTRAS

I bägge prognosalternativen medför utvecklingen enligt kalkylerna att soliditeten fortsätter att sjunka. Det kan antas rimligt att industrin accepterar en viss fortsatt nedgång i soliditeten, eftersom räntabiliteten i bägge prognosalternativen beräknas ligga på en högre nivå än på slutet av 1960-talet och början på 1970-talet och att de finansiella tillgångarnas relativa betydelse beräknas fortsätta öka i bägge alternativen. Vår uppfattning är att den finansiella utvecklingen i såväl det industriexpansiva som det offentlig-expansiva alternativet gör det möjligt att genomföra de industriinvesteringar som är förknippade med resp alternativ.

De problem svensk ekonomi idag står inför kan till stor del beskrivas utifrån de två prognosalternativen. För att klara de externa balansmålen och tillväxten på lång sikt krävs industriinvesteringar av den omfattning som förutsätts i det högre alternativet. För att företagen skall investera så mycket behöver dock lönsamheten förbättras avsevärt jämfört med utgångsläget. En höjd räntabilitet medför en förbättrad investeringskapacitet dels genom att företagssparandet ökar, dels genom att utbudet av riskvilligt kapital ökar, vilket ger ökade möjligheter att tillföra företagen eget kapital via nyemissioner. I kalkylen har vi bedömt det nödvändigt att 1974 års höga vinstnivå hålls under hela prognosperioden för att det industriexpansiva alternativet skall kunna realiseras. Om lön-

samheten blir lägre än den höga nivå som antagits i kalkylerna kommer företagen sannolikt inte att investera i den utsträckning som detta alternativ förutsätter. En möjlighet i en sådan situation att ändå bibehålla en relativt hög investeringsnivå i industrin är att öka de direkta statliga investeringarna inom industrin och/eller öka insatsen av selektiva ekonomisk-politiska medel så att de privata industriinvesteringarna stimuleras. En förskjutning mot en industripolitik som i ökad grad baseras på selektiva insatser medför dock en risk att effektiviteten i resursanvändningen minskar, och att man får en långsammare produktivitetssökning. Produktivitetsutvecklingen kan därför inte betraktas som oberoende av hur investeringarna finansieras.

Man kan alternativt uttrycka saken så att om investeringarna sker i fel branscher och fel företag så medför det att man trots en hög investeringsvolym ändå inte får snabbare tillväxt eller bättre extern balans. Risken är idag extra stor att det fattas felaktiga investeringsbeslut efter de kraftiga förskjutningar i priser och vinstförutsättningar som skett mellan olika marknader. Samma förhållande förklarar även att vi idag har ett stort strukturproblem. Vinstförutsättningarna har försämrats för våra traditionellt tunga branscher. En subventionspolitik som bygger på stödåtgärder åt företag och branscher som har akuta problem idag och dåliga framtidsutsikter riskerar därför att på längre sikt leda till ett sämre resultat än om man inte gör något alls.