# Industrins finansiering och tillgångsstruktur

av

Göran Eriksson och Jan Södersten

# INNEHÅLL

# 1. Problemen

Sedan mitten av 1960-talet har balansen i de utrikes betalningarna i ökande utsträckning varit ett problem för den ekonomiska politiken i Sverige. Den lösning som anvisats av bl a flera långtidsutredningar har varit att industrin måste byggas ut för att via handelsbalansen kompensera ett underskott på främst transfereringsbalansen. Våra möjligheter att åstadkomma en snabb industriell kapitalbildning har därmed spelat en framträdande roll i den ekonomiskpolitiska debatten i mer än ett decennium.

En viktig aspekt på kapitalbildningsproblemet, som också diskuterats i långtidsutredningarna, gäller industrins finansiella utveckling. Med utgångspunkten att industrins räntabilitet och finansieringsförhållanden utgör en restriktion för den möjliga kapitaltillväxten, presenteras i utredningarna kalkyler över bl a självfinansieringsgrad och soliditet. Också för IUI:s långtidsbedömning 1976 utarbetades en särskild prognosmodell för industrins finansiella utveckling, med vars hjälp en rad resultat- och finansieringsmått kunde skrivas fram över utredningens planperiod. Syftet var här detsamma som i långtidsutredningarna, nämligen att bedöma realismen med hänsyn till de finansiella konsekvenserna av den realkapitaltillväxt för industrin man förutsatt vara nödvändig.

I denna studie presenteras en analys av industrins finansiering och tillgångsstruktur för perioden 1955-76 med en prognos för 1985. Framställningen gäller två huvudproblem, nämligen bestäm-

ningsfaktorerna till företagens skuldsättning och kapitaltillgångarnas fördelning mellan materiellt kapital, kassa och övriga finansiella tillgångar.

Framställningen baseras på en teoretisk modell, som kommer att presenteras mera utförligt i en kommande tekniskt inriktad LB-bilaga och som beskriver beteendet hos ett företag där företagsledningen genom sin investeringspolitik maximerar företagets värde i ägarnas händer. I det följande redovisas vissa viktiga delar av denna modell som underlag för balansräkningsanalysen. Det bör påpekas att den fullständiga modellen också utnyttjats för de framskrivningar av olika resultat och finansieringsmått som återfinns i "Utvecklingsvägar för svensk ekonomi 1978-1985" i denna bok.

En grundläggande tanke med företagsmodellen är att företaget väljer sin långsiktiga finansiella struktur - proportionen eget och främmande kapital - med hänsyn till de priser det egna och främmande kapitalet betingar på de finansiella marknaderna.[1] Denna utgångspunkt, att den finansiella strukturen avspeglar de priser som företagsledningarna kan iaktta på aktie- och lånemarknaderna och att långsiktiga förändringar i skuldsättningsgraden därför är ett uttryck för rationella anpassningar från företagets sida till ändrade marknadsförhållanden, skiljer vår finansiella analys från dess föregångare i LB 76. I prognosmodellen från LB 76 bestämdes skuldsättningen residualt. Företagen förutsattes med andra ord tillgripa lånefinansiering av investeringarna

---

[1] Denna föreställning är inte ovanlig vid teoretiska analyser (se t ex M Feldstein, J Green, E Sheshinsky (1979). Nyheten med detta arbete är istället att vi dels formulerar villkoret för optimal skuldsättning för empirisk prövning, dels utför en sådan prövning. Härigenom är det bl a möjligt att härleda och identifiera effekterna på företagens skuldsättningsbeteende av förändringar i t ex det allmänna ränteläget och därtill empiriskt verifiera de teoretiskt härledda effekterna.

först då det internt genererade sparandet inte täcker det (exogent) givna investeringsprogrammet.

Den fullständiga företagsmodell som skall redovisas i den kommande tekniska LB-bilagan möjliggör en analys också av bestämningsfaktorerna till företagets efterfrågan på arbetskraft och realkapital. Med en mer generell formulering av företagsmodellen vore det därutöver möjligt att explicit ta hänsyn till företagets omsättningstillgångar. Maximeringen av aktievärdet skulle i ett sådant fall innefatta en optimering med hänsyn till såväl insatsen av realkapital och arbetskraft som valet mellan olika slag av omsättnings- och anläggningstillgångar.[1]

För denna utredning har optimeringsanalysen emellertid begränsats till att omfatta efterfrågan på realkapital och arbetskraft samt företagets anskaffning av externt kapital via upplåning på kapitalmarknaden. Företagets kassa- och lagerhållning samt innehav av olika typer av finansiellt kapital kommer därför, som framgår nedan, att bestämmas genom en mer ad hoc-mässigt upplagd analys.

Den följande framställningen är disponerad i fyra avsnitt. I det första av dessa, *avsnitt 2*, utvecklas de teoretiska utgångspunkterna för analysen av företagets externa finansiering och tillgångsefterfrågan. Vi formulerar hypoteser som blir föremål för empirisk prövning i avsnitten 3 och 4. I *avsnitt 3* redovisas den ekonometriska analysen av industrins skuldsättning och i *avsnitt 4* behandlas bestämningsfaktorerna till företagens lager- och kassahållning och efterfrågan på övrigt finansiellt kapital. Mot bakgrund av den ekonometriska analysen redovisas avslutningsvis i *avsnitt 5* en prognos för 1985 över industrins tillgångsstruktur och soliditetsutveckling.

---

[1] För en ansats i denna riktning se t ex Sinai och Stokes (1972), vilka empiriskt analyserar kassakapitalet som en insatsfaktor i en produktionsfunktion av Cobb-Douglas-typ.

# 2. Teoretiska utgångspunkter

## 2.1 SKULDFINANSIERINGEN

För att analysera bestämningsfaktorerna till företagets skuldfinansiering introduceras i den i inledningskapitlet nämnda tekniska bilagan en företagsmodell som tar sin utgångspunkt i den traditionella föreställningen att företaget har som mål att maximera vinsten. Vinstmaximeringshypotesen formuleras som ett antagande att företagsledningen genom sin investeringspolitik och sitt val av finansiell struktur för företaget maximerar företagets värde, uttryckt som nuvärdet av alla framtida utdelningar.

Det är intuitivt klart att företaget för att maximera sitt värde i ägarnas händer måste genomföra alla investeringsprojekt, där avkastningen efter skatt på det *egna* kapitalet överstiger ägarnas förräntningsanspråk. Med företagets kapitalkostnad skall vi då mena den lägsta förräntning (internränta) före skatt som måste krävas på det *totala* kapitalet i en investering för att avkastningen efter skatt på den egna insatsen inte skall understiga ägarnas förräntningsanpråk. Låt oss nu anta att ett företag väljer att finansiera en viss andel, h, av sina investeringsprojekt med lån och att låneräntan är i och kapitalägarnas förräntningsanspråk netto efter vinstskatt k. Som visas i den tekniska bilagan blir företagets kapitalkostnad då

$$r = ih + \frac{k}{1-\tau}(1-h). \qquad (2:1)$$

Kapitalkostnaden framkommer här som ett vägt genomsnitt av låneräntan och ägarnas förräntningsanspråk med andelarna lån (h) och eget kapital (1-h) som vikter.[1] Nettovinstbeskattningen - här uttryckt med skattesatsen $\tau$ - kan från företagets synpunkt uppfattas som en stegring av ägarnas förräntningsanspråk. Skälet härtill är att förräntningen av det egna kapitalet - till skillnad från lånekostnaden - inte får dras av vid beskattningen.

Ett viktigt inslag i den svenska nettovinstbeskattningen är möjligheterna för företagen att från skattesynpunkt (på olika sätt) skriva av kapitalinvesteringar i snabbare takt än som är motiverat med hänsyn till kapitalföremålens åldrande och förslitning. Den senareläggning av skattebetalningarna som detta innebär brukar beskrivas så att företaget erhåller en skattekredit, som i sin tur kan tolkas som ett räntefritt lån till företaget.

Om vi föreställer oss att ett investeringsprojekt finansieras med reguljär upplåning i en given proportion (h), betyder möjligheten att ta upp en skattekredit att behovet av eget kapital för pro-

---

[1] Kapitalkostnadsuttrycket härleds också i Bergström-Södersten (1976, 1979a). I den neoklassiska investeringsteori som utvecklats och empiriskt prövats av den amerikanske ekonomen Dale Jorgenson och hans efterföljare utgör kapitalkostnaden en väsentlig bestämningsfaktor till det "hyrespris" företagen bör räkna med vid utnyttjandet av sitt realkapital. Tanken är att förändringar i "hyrespriset" i sin tur är avgörande för företagens investeringsbeslut och val av kapitalintensitet.

Realkapitalets "hyrespris" (vid förväntningar om konstanta priser och skattesatser) kan tecknas $c = P_K(\delta+r)$, där $P_K$ representerar prisindex för investeringsvaror, $\delta$ den kalkylmässiga avskrivningstakten för investeringarna och $r$ den (netto)kapitalkostnad som diskuteras i texten ovan.

jektets finansiering minskar. Låter vi parametern $s$ ange nuvärdet av den skattekredit ett företag kan ta upp genom olika "överavskrivningar" vid en nettoinvestering på 1 krona, kan företagets kapitalkostnad därför tecknas[1]

$$r = ih + \frac{k}{1-\tau}(1-h-s), \qquad (2:2)$$

där $1-h-s$ är den (genomsnittliga) andel av investeringen som finansieras med eget kapital.

En grundläggande tanke för vår analys av företagets finansiella beteende är att företaget väljer sin finansiella struktur - proportionen eget och främmande kapital - med hänsyn till det pris det egna och främmande kapitalet betingar på de finansiella marknaderna, dvs låne- och aktiemarknaderna. Utgångspunkten är närmare bestämt att skuldkvoten $h$ i uttrycket för företagets kapitalkostnad (2:2) väljs så att kapitalkostnaden blir den lägsta möjliga. För en närmare diskussion av hur denna optimala skuldkvot bestäms skall vi först ta upp frågan hur kostnaderna för det egna och främmande kapitalet påverkas dels av skuldkvoten, dels av de yttre finansieringsbetingelserna för företaget.

### 2.1.1 Låneräntan och kapitalägarnas förräntningsanspråk

Företagets skuldkvot - uttryckt som företagets totala skulder i relation till totalt kapital - har sitt intresse främst som ett mått på det finansiella

[1] För en utförlig diskussion av skattekreditbegreppet se Södersten (1975). Framställningen här är förenklad så tillvida att skattekreditandelen $s$ uppfattas som en parameter i skattesystemet. För en mer realistisk - och mer komplicerad - formulering bör skattekreditandelen uttryckas som en funktion av avskrivningsreglernas utformning och kapitalägarnas förräntningsanspråk.

risktagande som är förknippat med företagets finansiering. Ju högre ett företags skuldkvot är, desto större är de belopp som ovillkorligen måste till för amorteringar och räntebetalningar. Innebörden av detta är att variabiliteten i avkastningen på det egna kapitalet ökar, vilket bl a för med sig att de likviditetsmässiga förutsättningarna för företaget att motstå t ex konjunkturvariationer i vinstutvecklingen försämras. Dessa effekter innebär rimligen också att ju högre skuldsättningsgraden är, desto högre ränta får företaget betala vid upplåning och desto högre blir kapitalägarnas avkastningsanspråk på företagets aktier.[1]

Med utgångspunkt i denna hypotes kommer vi att uttrycka företagets låneränta som en funktion av den riskpremie långivarna kräver på grund av företagets skuldsättning. Låneräntan bestäms dessutom självfallet också av det allmänna ränteläget, som här beskrivs med hjälp av en prisvariabel och en "struktur"variabel. Prisvariabeln utgörs av emissionsräntan för statsobligationer och strukturvariabeln av den s k specialutlåningens omfattning i relation till BNP. Avsikten med "struktur"variabeln är att fånga in de förändringar som inträffat sedan mitten av 1960-talet i utbudsstrukturen på kapitalmarknaden genom tillkomsten av olika institut med speciell inriktning på industrins kreditförsörjning.[2] Specialinstituten har gett industrin lån som den annars inte skulle ha fått eller endast kunnat få till väsentligt högre kostnader med hän-

---

[1] För en närmare diskussion se Södersten (1975) och Eriksson (1978).

[2] Jfr Wohlin-Lindörn (1978). Till specialinstituten räknas här Svensk Exportkredit, Investeringsbanken, Industri- och företagskredit samt lokaliseringslångivningen.

syn till traditionella kreditbedömningsnormer.[1] Vår hypotes är därför att företagens faktiska lånekostnader - vid given skuldsättningsgrad - faller då specialutlåningen ökar i relativ omfattning.

Med hänsyn till ovanstående resonemang uttrycks företagets låneränta som

$$i = \alpha_0 + \alpha_1 x_1 + \alpha_2 x_2 + \alpha_3 h, \qquad (2:3)$$

där $x_1$ är emissionsräntan för statsobligationer, $x_2$ "specialutlåningens" omfattning i relation till BNP och $\alpha_3 h$ den riskpremie långivarna kräver på grund av företagets skuldsättning. De tre första termerna av (2:3) - som i det följande för enkelhets skull betecknas $i_0$ - uttrycker hur företagets låneränta beror av vad vi ovan kallat det allmänna ränteläget. Som framgår av vårt resonemang antar vi att $\alpha_1 > 0$, $\alpha_2 < 0$ och $\alpha_3 > 0$, dvs att företagets låneränta ökar vid höjningar av emissionsräntan för statsobligationer och minskar vid en (i relativa termer) ökad utlåning från specialinstituten. Vi förutsätter också att låneräntan stiger vid ökad skuldsättningsgrad.

I nära överensstämmelse med vår formulering av funktionen för företagets låneränta uttrycker vi kapitalägarnas förräntningsanspråk som

$$k = k_0 + \beta_1 h, \qquad (2:4)$$

där $\beta_1 h$ anger den "räntekompensation" aktieägarna kräver på grund av företagets skuldsättning. $k_0$ tolkas då följaktligen som förräntningsanspråket gentemot företag helt utan skulder ("leverage-fria" företag).

---

[1] Se not 2 s 255.

Det är i första hand aktieägarna som löper risk att förlora sitt investerade kapital om företaget råkar in i betalningssvårigheter. Den ökning av den finansiella risken som följer av ökad skuldsättning torde sålunda i första hand drabba ägarna. Det förefaller därför rimligt att anta att kapitalägarnas förräntningskrav ökar snabbare än låneräntan vid ökad skuldsättningsgrad. I termer av (2:3) och (2:4) innebär detta att $\beta_1 > \alpha_3$. Detta antagande är, som kommer att framgå nedan, av central betydelse för hur den för företaget optimala skuldkvoten ändras vid förändringar i t ex vinstbeskattningen och det allmänna ränteläget.

Det förefaller vidare rimligt att anta att $k_0$ - här uppfattat som förräntningsanspråket gentemot skuldfria företag - beror av det allmänna ränteläget, $i_0$. Genom aktieinvesteringarnas speciella karaktär, med större osäkerhet och variabilitet i avkastningen jämfört med andra finansiella placeringsalternativ, finns det emellertid också skäl att tro att detta avkastningsanspråk överstiger vad som motsvarar det allmänna ränteläget. Innebörden är att kapitalägarna vid finansiella investeringar i aktier oberoende av företagens skuldsättningsgrad eftersträvar en "riskmarginal" gentemot andra som säkrare betraktade finansiella placeringsalternativ. För denna riskmarginal, dvs $k_0-i_0$, inför vi beteckningen RM.

Kapitalägarnas avkastningskrav gentemot företag, där andelen h av investeringarna lånefinansieras, tecknas följaktligen

$$k = i_0 + RM + \beta_1 h. \qquad (2:5a)$$

Genom att vi saknar data för såväl $k_0$ som $i_0$ kan vi inte direkt beräkna RM. För den empiriska analysen har riskmarginalen i stället approximerats ($\widehat{RM}$) som

skillnaden mellan den effektiva avkastningen på industriaktier och räntan på långa industriobligationer så att

$$RM = \beta_2 \hat{RM}. \qquad (2:5b)$$

Denna genomgång av bestämningsfaktorerna till företagets låneränta och till kapitalägarnas förräntningsanspråk innebär som framgått att vi gör en distinktion mellan å ena sidan den risk för finansiärerna - långivare och aktieägare - som följer av företagets skuldsättning och å andra sidan den risk för kapitalägarna som ligger i aktieinvesteringarnas speciella karaktär. Aktieavkastningen är inte fixerad till något bestämt belopp utan beroende av bl a företagets vinstutveckling.[1] Den förstnämnda typen av risk förutsätts resultera i krav på räntekompensation som är $\alpha_3 h$ och $\beta_1 h$ för långivarna respektive aktieägarna. Det andra slaget av risk innebär att kapitalägarna vid aktieinvesteringar eftersträvar en räntedifferens i förhållande till det allmänna ränteläget som är RM.

### 2.1.2 Den optimala skuldkvoten

Av uttrycken (2:3)-(2:5) har framgått hur kostnaden för lån och eget kapital beror av bl a företagets skuldkvot. Genom att utnyttja dessa samband kan vi nu ange villkoret för *optimal skuldsättning*, dvs den skuldsättningsgrad som innebär lägsta möjliga kapitalkostnad. Derivering av kapitalkostnaden r i (2:2) med avseende på skuldkvoten h ger därvid - sedan derivatan nollställts -

[1] Vår distinktion har sin motsvarighet i den uppdelning på "financial risk" och "business risk" som görs i van Horne (1972).

$$\underbrace{i + h\frac{\partial i}{\partial h}}_{\rho_D(h)} = \underbrace{\frac{k - \frac{\partial k}{\partial h}(1-h-s)}{1-\tau}}_{\rho_E(h)} \qquad (2:6)$$

Villkoret (2:6) innebär att företagets kapitalkostnad minimeras vid den skuldkvot då marginalkostnaden för lån ($\rho_D$) är lika med marginalkostnaden för eget kapital ($\rho_E$). Insättning av 2:3 och 2:5a och b ger vidare att

$$\rho_D = 2\alpha_3 h + \alpha_0 + \alpha_1 x_1 + \alpha_2 x_2 \qquad (2:7)$$

och att

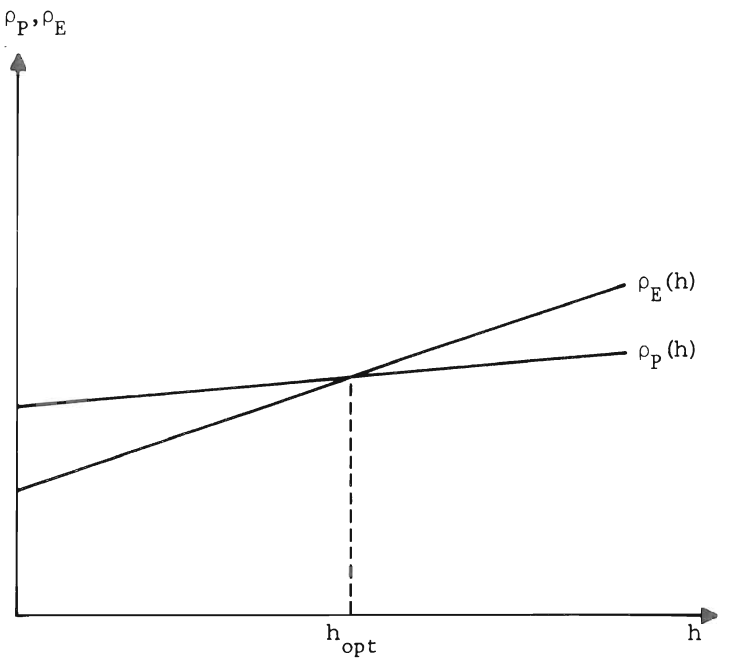
$$\rho_E = \frac{2\beta_1}{1-\tau} h + \frac{\alpha_0 - \beta_1 + \alpha_1 x_1 + \alpha_2 x_2 + \beta_1 S + \beta_2 \hat{RM}}{1-\tau}. \qquad (2:8)$$

Innebörden av detta villkor för optimal skuldfinansiering illustreras i figur 2.1, som visar marginalkostnadskurvorna för lån ($\rho_D$) och för eget kapital ($\rho_E$). Den ovan framförda hypotesen att $\beta_1 > \alpha_3$, dvs att kapitalägarnas förräntningskrav ökar snabbare än låneräntan vid ökad skuldsättning, implicerar, som framgår av (2:7) och (2:8), att också marginalkostnaden för det egna kapitalet ökar snabbare än marginalkostnaden för lånefinansiering vid en ökning av skuldsättningsgraden. Med utgångspunkt från detta förhållande kan vi med figurens hjälp lätt illustrera den inverkan förändringar i olika exogena variabler har på företagets optimala skuldsättningsgrad.[1]

En neddragning av kapitalägarnas förväntade riskmarginal vid finansiella placeringar i aktier (RM) framträder i figuren som en förflyttning "utåt" av

[1] Resonemanget här förutsätter att marginalkostnadskurvorna skär varandra i första kvadranten.

Figur 2.1 Bestämning av den optimala skuldkvoten




*Anm* : $\rho_P(h)$- och $\rho_E(h)$-kurvorna anger den marginella lånekostnaden respektive marginella kostnaden för eget kapital. Den optimala skuldkvoten ($h_{opt}$) framkommer av skärningspunkten mellan kurvorna.

marginalkostnadskurvan för eget kapital. En sådan utbudsökning för eget kapital medför därför, enligt vårt synsätt, en ökning av företagens skuldsättningsgrad.

Som utvecklats ovan utgår vi från att $\alpha_1 > 0$ och $\alpha_2 < 0$. En höjning av det allmänna ränteläget genom en höjd ränta på statsobligationer ($x_1$) eller en minskad specialutlåning ($x_2$) avspeglas därför som en förflyttning "uppåt" för både $\rho_D$- och $\rho_E$-kurvan. Genom inverkan av vinstbeskattningen blir dock förflyttningen större för $\rho_E$-kurvan. Skälet härtill är

helt enkelt att vinstbeskattningen inte medger avdrag för förräntningen av det egna kapitalet, medan låneräntor får dras av vid beskattningen. En höjning av det allmänna ränteläget, som ökar marginalkostnaden för både lån och eget kapital (vid varje skuldsättningsgrad) kommer därför att driva ned den optimala skuldsättningsgraden.

Systemet för beskattning av företagets nettovinst beskrivs här bl a av parametern s, som anger den del av företagets nyinvesteringar som finansieras med skattekrediter. Då skattekreditfinansieringen ökar - genom t ex förbättrade avskrivningsregler - höjs interceptet för marginalkostnadskurvan för eget kapital. Resultatet blir, som framgår av figuren, att skuldsättningsgraden faller. Skattekrediten fungerar med andra ord från företagets synpunkt som ett substitut för reguljär lånefinansiering.

Genom att lösa (2:7) och (2:8) kan vi uttrycka den optimala skuldkvoten som[1]

$$h_{opt} = A_0 + A_1x_1 + A_2x_2 + A_3\widehat{RM} + A_4s, \qquad (2:9)$$

där koefficienterna $A_i$ har innebörden

$$A_0 = \frac{\beta_1-\alpha_0\tau}{2[\beta_1-\alpha_3(1-\tau)]}$$

$$A_1 = -\frac{\alpha_1\tau}{2[\beta_1-\alpha_3(1-\tau)]}$$

$$A_2 = -\frac{\alpha_2\tau}{2[\beta_1-\alpha_3(1-\tau)]}$$

[1] Vi betraktar här vinstskattesatsen $\tau$ som en konstant. Med hjälp av (2:8) och figur 2:1 kan man emellertid analysera verkningarna på optimal skuldkvot också av förändringar i $\tau$. Som framgår påverkar $\tau$ både interceptet och lutningen för $\rho_E$-kurvan. Som ett resultat av höjningar i skattesatsen kommer den optimala skuldkvoten att sjunka.

$$A_3 = - \frac{\beta_1}{2[\beta_1 - \alpha_3(1-\tau)]}$$

$$A_4 = - \frac{\beta_2 \hat{RM}}{2[\beta_1 - \alpha_3(1-\tau)]}.$$

Som framkommit av vårt resonemang förväntar vi oss att $A_1 < 0$, $A_2 > 0$, $A_3 < 0$ och att $A_4 < 0$. Det är dessa hypoteser som blir föremål för empirisk prövning i avsnitt 3.

Efter denna genomgång av bestämningsfaktorerna till företagets skuldsättningsgrad kan det vara på sin plats att något beröra en fråga som ofta framskymtar i den ekonomisk-politiska debatten, nämligen hur företagets skuldsättningsbeslut påverkas av inflationen.

Som framgått utgår vi här från att företaget väljer sin finansiella struktur med hänsyn till de priser det egna och det främmande kapitalet betingar på de finansiella marknaderna. I termer av vår modell är det således genom denna prisbildning som inflationen kan påverka företagets skuldsättningsgrad. Vår ekonometriska prövning av skuldsättningsekvationen i avsnitt 3 innebär därmed också - genom att den baseras på faktiska marknadsförhållanden vad gäller bl a obligationsavkastning och riskmarginaler för aktieinvesterare - ett implicit hänsynstagande till inflationens verkningar.

Vilka effekter inflationen faktiskt har på företagets skuldsättningsgrad är emellertid en väsentligt svårare fråga. Härför krävs i själva verket en allmän jämviktsanalys, eftersom man måste kunna bedöma hur priserna på de finansiella marknaderna påverkas.[1] Gör man emellertid det tanke-

[1] Jfr Bergström-Södersten (1979a).

experimentet att prisbildningen anpassas till inflationen, så att både det reala avkastningsanspråket för eget kapital och den reala låneräntan blir opåverkade, kommer effekten på företagets skuldsättningsgrad att bli densamma som vid en höjning av det allmänna ränteläget: Inflationen driver upp marginalkostnaden för både lån och eget kapital (vid varje skuldkvot) och genom vinstbeskattningen - som ger företaget rätt att dra av kostnaden för lånen men inte för det egna kapitalet - resulterar detta i att företagets optimala skuldkvot sjunker.

## 2.2 FÖRETAGETS VAL AV TILLGÅNGAR

Den framskrivning av industrins kapitalstruktur under första hälften av 1980-talet som presenteras i avsnitt 5 kräver en prognos också för utvecklingen av företagens omsättnings- och anläggningstillgångar. I detta avsnitt redovisas därför en analys av bestämningsfaktorerna till industrins lagerhållning och innehav av kassa och övrigt finansiellt kapital. Jämfört med vår behandling av företagens skuldsättningsbeslut i föregående avsnitt är analysen här - vilket redan förutskickats - mer ad hoc-mässigt upplagd. Vi utgår från att företagens efterfrågan på finansiellt kapital och varulager bestäms dels av affärsverksamhetens omfattning, dels av den förväntade avkastningen på det finansiella kapitalet. Dessa hypoteser är förenliga med vårt grundantagande att företagsledningens handlande, sett i ett längre tidsperspektiv, syftar till att maximera nuvärdet av alla framtida förväntade utdelningar till företagets ägare.

### 2.2.1 Kassakapitalet

Det faktum att företagens in- och utbetalningar inte är perfekt synkroniserade i tiden vad gäller storlek

och tidsdatering gör att företagen behöver kassamedel för att fullgöra sina betalningsåtaganden. Denna transaktionskasseefterfrågan torde i första hand bestämmas av företagens omsättning, eftersom mängden betalningar under en period nära samvarierar med denna. En större omsättning kan å andra sidan normalt väntas implicera ett större antal sinsemellan delvis oberoende penningtransaktioner. Det är därför rimligt att anta att det finns stordriftsfördelar i kassahållningen, som gör att en viss betalningsberedskap kan upprätthållas med en relativt mindre transaktionskassa ju större omsättningen är.[1]

Företagen behöver dessutom kassareserver för kommande investeringar. Ju större den inneliggande kassan är, desto mindre blir risken för att tillfällig brist på likvida medel hindrar företagen att genomföra önskade reala och finansiella investeringar. Kassamedlen ger å andra sidan ingen eller mycket låg förräntning. Den högre avkastningen på andra penningplaceringar kan ses som alternativkostnaden för att ha kassa i beredskap för investeringsändamål.[2] Vi antar härvid att det är främst investeringar i övrigt finansiellt kapital som utgör substitut till kassakapitalet, vilket skulle betyda att avkastningen på detta finansiella kapital är det relevanta priset för kassahållningen.[3]

Av dataskäl har vi använt förädlingsvärdet (pQ)

---

[1] Stordriftsfördelar i kassaförsörjningen har teoretiskt motiverats av Baumol (1952) och Tobin (1956).

[2] De här två angivna motiven för att hålla kassa har sin motsvarighet i den keynesianska teorins uppdelning av efterfrågan på pengar för transaktions- och för spekulationsändamål. Se Keynes (1936), s 170.

[3] Se liknande tankegångar hos Tobin (1956) samt Vogel och Maddala (1967).

och räntan på statsobligationer ($x_1$) som proxyvariabler för omsättningen respektive alternativkostnaden för kassahållningen. Vi definierar det faktiska kassainnehavet (KK) som inneliggande sedlar samt bank- och postgirotillgodohavanden. Det på lång sikt önskade kassainnehavet betecknas med KK*.

Enligt tidigare förebilder har vi valt en logaritmisk form på kassafunktionen. KK* bestäms då av

$$KK^* = \kappa_0 (pQ)^{\kappa_1} x_1^{\kappa_2}, \qquad (2:10)$$

där $\kappa_0$, $\kappa_1$ och $\kappa_2$ är positiva konstanter.

Det finns emellertid anledning att räkna med att företagen inte omedelbart kan anpassa den faktiska kassan till den önskade utan störningar för andra verksamheter inom företaget. Själva förändringen av kassakapitalet kan väntas generera kostnader som är av samma typ som de tillväxtkostnader vilka uppträder i samband med realkapitalackumulationen. Därav följer en viss tröghet i anpassningen av kassakapitalet.[1]

Modelltekniskt beaktar vi tidsfördröjningen i kassakapitalets anpassning med följande dynamiska samband[2]

$$KK_t/KK_{t-1} = (KK_t^*/KK_{t-1})^{\mu} \qquad (2:11)$$

---

[1] En närmare precisering av begreppet tillväxtkostnader och konsekvenserna av dessa finns bl a hos Lucas (1967) och Rothschild (1971). Trögheten i anpassningen förstärks sannolikt om företagsledningen är osäker om huruvida inträffade förändringar i omsättningstillväxt och räntenivå har en sådan varaktighet att de motiverar en långsiktig förändring av kassahållningen.

[2] Denna typ av anpassningsfunktion har tidigare använts i empiriska undersökningar av bl a Nadiri-Rosen (1973).

Insättning av (2:11) i (2:10) ger att

$$KK_t = \gamma_0 (pQ)_t^{\gamma_1} x_{1t}^{\gamma_2} KK_{t-1}^{\gamma_3}, \qquad (2:12)$$

där $\gamma_0 = \mu\kappa_0$, $\gamma_1 = \mu\kappa_1$, $\gamma_2 = \mu\kappa_2$ och $\gamma_3 = (1-\mu)$. Enligt hypoteserna ovan väntar vi oss att $0 < \gamma_1 < 1$, $\gamma_2 < 0$ och $0 < \gamma_3 < 1$. Koefficienten $\gamma_3$ uttrycker hur förändringar i förädlingsvärde (pQ) och obligationsavkastning ($x_1$) med fördröjning inverkar på kassaefterfrågan. Ju större värde $\gamma_3$ har, desto mer utdragen i tiden blir anpassningen.

### 2.2.2 Övrigt finansiellt kapital och lager

Med övrigt finansiellt kapital menas här dels s k rörelsegenererade krediter i form av varuväxlar, förskott och andra typer av leverantörskrediter, dels finansiellt anläggningskapital i form av bl a obligationer, förlagsbevis och aktier.

Mycket talar för att företagens innehav av detta finansiella kapital bestäms av samma faktorer som berördes ovan för kassahållningen. De s k rörelsegenererade krediterna avspeglar den omständigheten att företagens försäljning normalt inte sker på kontantbasis. Dessa tillgångar är därför direkt beroende av omsättningens storlek. För det finansiella anläggningskapitalet är det i stället avkastningen som är avgörande för företagets efterfrågan.

Också för varulagret skall vi utgå från samma slags acceleratorteori som diskuterades ovan för kassakapitalet. Hypotesen är att företagen strävar efter att uppnå en viss önskad relation mellan lager och omsättning för att undvika störningar i varuleveranserna. Det bör påpekas att omsättningens inverkan primärt avser lagret av färdigvaror. Lagret av varor i arbete

och av råvaror kan emellertid förutsättas på litet längre sikt anpassas av företagen så att en tämligen stabil relation uppnås till färdigvarulagret. En annan hypotes som vi vill empiriskt pröva är att det sker en successiv effektivisering av lagerhållningen som trendmässigt sänker lagerefterfrågan per omsatt krona.

Vi förutsätter vidare att såväl övrigt finansiellt kapital som varulagret anpassas med tidsfördröjning till förändringar i omsättningen på grund av anpassningskostnader. Vi antar samma typ av anpassningsfunktion som för kassakapitalet.

Som ovan framhållits approximeras omsättningen med förädlingsvärdet (pQ), och avkastningen på övrigt (räntebärande) finansiellt kapital med obligationsräntan ($x_1$). Övrigt finansiellt kapital (KF) utgörs av alla finansiella tillgångar exklusive kassakapitalet. Varulagret (KL) definieras som värdet av hela varulagret inklusive råvaror och varor i arbete. Det sagda betyder att vi regressionsskattar följande två funktioner.[1]

$$KF_t = \lambda_0 (pQ)_t^{\lambda_1} x_{1t}^{\lambda_2} KF_{t-1}^{\lambda_3} \qquad (2:13)$$

$$KL_t = \Pi_0 (pQ)_t^{\pi_1} e^{\pi_2 t} KL_{t-1}^{\pi_3}. \qquad (2:14)$$

Enligt hypoteserna ovan förväntas koefficienterna $\lambda_1 > 0$, $\lambda_2 > 0$, $0 < \lambda_3 < 1$, $\pi_1 > 0$, $\pi_2 < 0$ och $0 < \pi_3 < 1$.

I avsnitt 4 redovisas resultaten av de empiriska skattningarna av funktionerna (2:12) - (2:14).

[1] (2:13) och (2:14) är härledda på samma sätt som (2:12).

# 3. Industrins skuldfinansiering - en ekonometrisk analys

## 3.1 INLEDNING

I detta avsnitt redovisas resultaten av vår ekonometriska analys av bestämningsfaktorerna till industrins skuldsättning. Regressionsanalysen baseras på aggregerade årsdata för perioden 1954-76[1], och estimationsmetoden är den vanliga minsta kvadratmetoden. Självfallet kan ett okritiskt användande av denna enkla estimationsmetod leda till betydande systematiska fel i de skattade koefficienterna på grund av simultana samband mellan variablerna. Därför har vi sökt medta enbart sådana förklaringsvariabler i regressionsekvationerna som är exogena enligt vår modell. Inte minst viktigt är då att dessa variablers effekt kan ges en tolkning inom ramen för modellen som är kausalt entydig.

## 3.2 SKATTNINGSRESULTATEN

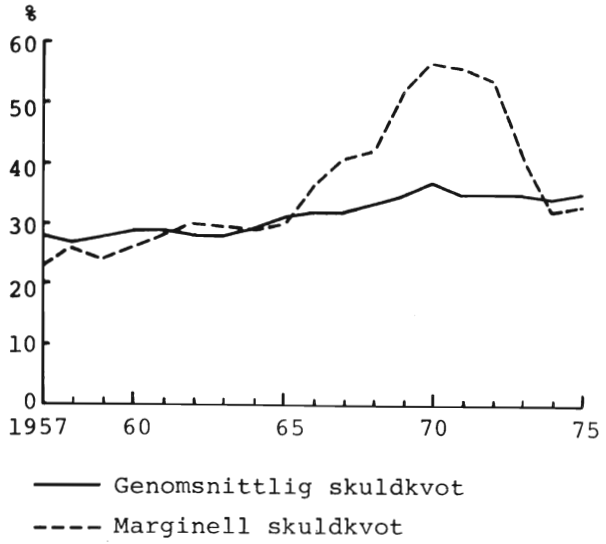
Från början av 1950-talet till mitten av 1960-talet skedde i svensk industri endast små förändringar i relationen mellan totala skulder och totalt kapital. Denna genomsnittliga skuldkvot steg sedan - som framgår av figur 3.1 - från mitten av 1960-talet med ca 7 procentenheter under loppet av 6-7 år för att

---

[1] En närmare presentation av det statistiska materialet återfinns i den nämnda bilagan.

sedan vara relativt konstant t o m 1976[1]. Utvecklingen av industrins genomsnittliga skuldkvot bestäms bl a av den marginella skuldkvoten, dvs den andel av kapitaltillväxten som lånefinansieras. Förändringen över tiden av industrins marginella skuldkvot framgår också av figur 3.1 Denna kvot, som utgjort den be-

Figur 3.1 Genomsnittlig och marginell skuldkvot för industrin 1957-1975




[1] Anläggningskapitalet, som ingår i nämnaren i skuldkvoten, är här uttryckt i återanskaffningspriser enligt den värderingsnorm - med en avskrivningstakt på 1,7 % - som tillämpas av SCB. Det bör också påpekas att företagens skattekrediter räknas som eget kapital och följaktligen inte ingår i skuldkvotsmåttets täljare. För att bedöma resultatens känslighet för valet av avskrivningstakt för anläggningskapitalet har vi som jämförelse utnyttjat två andra kapitalstocksberäkningar, där den genomsnittliga avskrivningstakten är 5,8 respektive 6,7 %. Avskrivningstakten för realkapitalet visar sig i detta fall helt sakna betydelse för skuldkvotens utveckling över tiden. Däremot påverkas,som väntat, nivån för skuldkvoten. Med SCB:s realkapitalstockar var som framgår skuldkvoten i genomsnitt 35 % jämfört med 45 % under första hälften av 1970-talet både då avskrivningstakten är 5,8 % och då den är 6,7 %. (Se Bergström-Södersten (1979b) för en utförligare redovisning.)

roende variabeln i vår ekonometriska analys, har mätts med ett 4-årigt glidande medelvärde av den årliga förändringen i totala skulder i förhållande till förändringen i totalt kapital.[1] Den marginella skuldkvoten är i stort sett oförändrad fram till mitten av 1960-talet. Därefter inträffar en påtaglig uppgång från knappt 30 % till drygt 50 % i början av 1970-talet, varefter skuldkvoten åter faller.

Utgångspunkten för försöket att förklara de observerade förändringarna i industrins skuldsättning är som framgått föreställningen att företagen genom sin finansieringspolitik, dvs val mellan eget och främmande kapital, minimerar kapitalkostnaden. Den *optimala* skuldsättningsgraden karakteriseras därvid av att den marginella lånekostnaden överensstämmer med den marginella kostnaden för det egna kapitalet. Då de yttre finansieringsbetingelserna för företagen - uttryckta av kapitalägargruppernas riskpremium vid finansiella investeringar i aktier, det allmänna ränteläget etc - förändras, ändras de marginella kostnadskurvorna för dessa båda typer av finansiellt kapital. Då förändras följaktligen också den optimala skuldsättningsgraden.

Resultatet av vår regressionsskattning av ekvationen för optimal skuldkvot framgår av tabell 3.1, som anger - i överensstämmelse med de hypoteser som formulerades i avsnitt 2 - att en höjning av emissionsräntan för statsobligationer föranleder företagen att krympa sin lånefinansiering. Tabellen tycks också empiriskt verifiera vårt antagande att ett ökat utbud av s k specialutlåning höjer den optimala skuld-

[1] Vi använder ett 4-årigt glidande medelvärde för att approximera den långsiktiga marginella skuldkvoten.

sättningsgraden och vidare att skuldsättningen minskar då kapitalägarnas riskpremium höjs. Dessa resultat kan, som också framgått av avsnitt 2, uppfattas så att marginalkostnaden för lån stiger långsammare vid ökad skuldsättning än marginalkostnaden för eget kapital.

Tabell 3.1 Regressionsestimat till skuldsättningsekvationen

| Ekvation för | Förklaringsvariabler: Konstant term | Obligationsränta | Specialutlåning | Riskmarginal | Skattekredit | $R^2$ | DW |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| skuldkvoten | 0,91 | -5,06** (1,93) | 0,28*** (0,09) | -3,28*** (0,41) | -0,35*** (0,12) | 0,93 | 1,72 |

*Anm:* Regressionskoefficienter som är signifikanta enligt dubbelsidigt t-test på 10, 5 och 1 % nivå markeras med *, ** respektive ***.

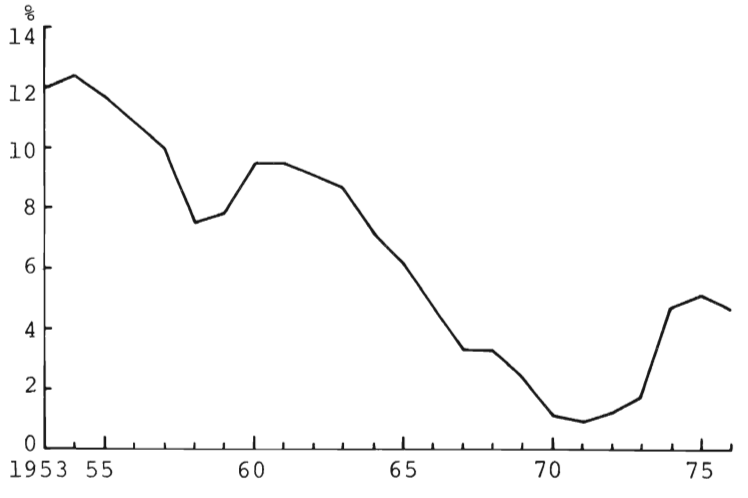
Tre av de fyra förklaringsvariablerna i skuldkvotsekvationen har koefficienter som är signifikanta på 1 %-nivån. Den fjärde, obligationsräntan, är signifikant på 2 % nivå. Att ekvationen därtill förklarar mer än 90 % av de årliga variationerna i skuldkvoten och att skuldkvotsekvationens DW-mått uppgår till 1,72 gör det svårt att på empiriska grunder avvisa kostnadsminimeringsteorin för företagets lånefinansiering, såsom vi formulerat den. Det är dock viktigt att komma ihåg att relevansen av denna teori bygger på att följande två förutsättningar uppfylls, nämligen för det första att kostnaden både för det främmande och det egna kapitalet stiger linjärt med ökad skuldkvot och för det andra att företagets kostnad för det egna kapitalet "blåses upp" genom vinstbeskattningen.

## 3.3 FÖRÄNDRAD UTBUDSSTRUKTUR

Enligt vår modell för företagens finansiella beteende är förändringar i skuldsättningen uttryck för en rationell anpassning från företagens sida till förändringar i utbudsstrukturen på kapitalmarknaden. Låt oss närmare granska en sådan strukturförändring, som är av speciellt intresse. Det tycks nämligen under efterkrigstiden ha inträffat en drastisk förändring i kapitalägarnas riskmarginaler vid finansiella investeringar i aktier. Ett indicium på detta ges av utvecklingen av skillnaden mellan effektiv avkastning på industriaktier och räntan på långa industriobligationer som visas i figur 3.2. Denna differens sjönk under 1950- och 1960-talen och var särskilt liten under andra hälften av 1960-talet och början av 1970-talet.

En neddragning av kapitalägarnas riskpremium vid finansiella placeringar i aktier åskådliggjordes i figur 2.1 som en förflyttning "utåt" av marginalkostnadskurvan för eget kapital. En sådan utbudsökning för eget kapital kommer - som framgått - att driva upp den opti-

Figur 3.2 Riskmarginalen vid aktieinvesteringar 1953-1976



mala skuldsättningsgraden för företagen, under förutsättning att marginalkostnadskurvan för lån har en flackare lutning än marginalkostnadskurvan för eget kapital.

Den markanta ökningen av den marginella skuldkvoten från mitten av 1960-talet förefaller alltså delvis kunna tolkas som en anpassning från företagens sida till en kraftig neddragning av kapitalägarnas riskmarginal.

Denna tendens till krympande riskmarginaler (se figur 3.2) har observerats också i andra västländer. För USA redovisas detta i en uppmärksammad artikel av Nordhaus [1974], som konstaterar att neddragningen av kapitalägarnas riskpremium under efterkrigstiden haft sin nära motsvarighet i en successivt minskande variabilitet i avkastningen på aktier. Nordhaus diskuterar utförligt vad som betingat denna utveckling och pekar bl a på förändringar i det allmänna ekonomiska klimatet. Genom att erfarenheterna av krisen på 1930-talet alltmer tonat bort och genom Keynesianismens framgångar med att stabilisera produktion och sysselsättning skulle näringslivets och kapitalägargruppernas förtroende inför framtiden successivt ha ökat under 1950- och 1960-talen. Kapitalägarna skulle ha nöjt sig med lägre avkastning än tidigare vid aktieinvesteringar med en fallande räntedifferens gentemot andra finansiella tillgångar.[1]

Nordhaus' tankegångar har följts upp av bl a Baily [1978], som också påvisar en ökad stabilitet för produktion och sysselsättning vid en jämförelse mellan 1950- och 1960-talen. Genom en systematisk genomgång av några affärstidskrifter för efterkrigstiden tycks Baily också kunna bekräfta ett ökat förtroende för den amerikanska ekonomins stabilitet fram till oljekrisen 1973.

---

[1] För en utförligare diskussion se Bergström-Södersten (1979 b).

Med en spekulativ tolkning i Nordhaus' och Bailys termer skulle vi alltså kunna uppfatta utvecklingen av riskpremierna vid aktieinvesteringar, som framgår av figur 3.2, som ett uttryck för att förtroendet för västekonomiernas stabilitet och oproblematiska tillväxt var starkast mot 1960-talets slut. 1970-talets första hälft med bl a oljekrisen 1973 markerade en vändpunkt vad gäller det successivt uppbyggda förtroendet. En annan och mindre spekulativ hypotes, som också är förenlig med utvecklingen i figur 3.2, är att det institutionella ägandet, som under 1960-talet i Sverige såväl som i USA började avlösa hushållssektorns ägande, medförde en (skattebetingad) sänkning av kostnaden för eget kapital.

## 3.4 BIDRAGEN FRÅN FÖRKLARINGSFAKTORERNA

Låt oss ta upp frågan vad de olika förklaringsfaktorerna betytt under olika perioder för förändringarna av industrins skuldkvot. Bidraget från en viss förklaringsfaktor till skuldkvotens förändring kan beräknas från regressionsekvationen genom multiplicering av variabelns regressionskoefficient med dess förändring under en viss period. Resultaten återges i tabell 3.2.

Industrins skuldkvot steg med drygt 9 procentenheter från 1957 till 1975. Vår regressionsekvation förklarar drygt 6 procentenheter av denna uppgång. Som framgår av tabellen har de förklarande variablerna var för sig haft betydande effekter på skuldkvoten. Dessa effekter har emellertid i stor utsträckning neutraliserat varandra. Vi ser t ex att det ökade utbudet av s k specialutlåning till industrin och neddragningen av kapitalägarnas riskpremium höjde den optimala skuldkvoten med inte mindre än 35 procentenheter mellan 1957 och 1975. Genom att också

obligationsräntan steg och tillgången på skattekrediter ökade stannade emellertid den beräknade uppgången av skuldkvoten vid drygt 6 procentenheter.

Som framgår av figur 3.1 ökade industrins skuldsättning särskilt kraftigt från mitten av 1960-talet. Den marginella skuldkvoten steg med knappt 25 procentenheter från 1965 till 1971. Vid en jämförelse med figur 3.2 står det klart att uppgången i skuldkvoten sammanfaller i tiden med en drastisk reduktion i kapitalägarnas riskmarginaler. Våra beräkningar i tabell 3.2 visar nu att denna sänkning av riskmarginalerna också är den viktigaste förklaringen till den ökade skuldsättningen under denna period men att även den ökade specialutlåningen varit av stor betydelse.

Under den sista delperioden 1971-75 verkade alla förklaringsfaktorer till skuldsättningsgraden i samma riktning. Nedgången i marginell skuldkvot i jämförelse med toppåret 1971 förklaras framför allt av en höjning av kapitalägarnas riskpremium och av att obligationsräntan steg.

Tabell 3.2 Olika förklaringsfaktorers bidrag till förändringar i marginell skuldkvot
Procentenheter

| | | Bidrag från finansieringskategori | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Faktisk ökning | obligations-ränta | special-utlåning | risk-marginal | skatte-kredit | Avvikelser |
| 1957-75 | 9,4 | -19,7 | 20,6 | 14,8 | -9,5 | +3,2 |
| 1957-65 | 7,6 | - 7,5 | 5,5 | 12,5 | -3,1 | +0,2 |
| 1965-71 | 24,7 | - 4,7 | 15,2 | 17,4 | -3,2 | 0 |
| 1971-75 | -22,9 | - 7,5 | - 0,1 | -15,1 | -3,2 | +3,0 |

*Anm*: Bidragen hänförliga till respektive förklaringsvariabel har erhållits genom multiplicering av variabelns regressionskoefficient med dess ökning under skattningsperioden.

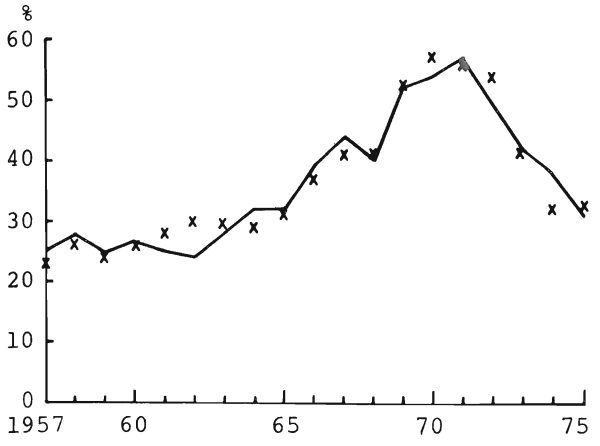
## 3.5 ANPASSNINGEN AV REGRESSIONSMODELLEN

I det följande framskrivs utvecklingen av skuldkvoten under perioden 1957-75 på grundval av skuldkvotsekvationen och de historiskt givna utvecklingsförloppen för förklaringsvariablerna i denna ekvation. Genom att jämföra de beräknade och faktiska värdena på skuldkvoten under denna period får vi också en bild av skuldkvotsekvationens förmåga att projicera de förändringar som historiskt skett i industrins skuldsättningsgrad. (Se figur 3.3.)

Avvikelserna mellan de faktiska och beräknade skuldkvotsvärdena, dvs residualerna, visar en god anpassning. Residualerna är genomgående ganska små. En viktig bakgrundsfaktor till skuldkvoten som vi inte kunnat ta hänsyn till vid skattningarna bör vara vinstnivån. Om vinstnivån tillfälligt höjs kan man vänta sig att företagen påskyndar återbetalningarna av tidigare lån och minskar utgivningarna av nya, medan det omvända förhållandet bör gälla när vinsterna temporärt går ned. Resultaten skulle bli ett motkonjunkturellt utvecklingsförlopp av skuldresidualerna. Ett sådant mönster går dock inte att utläsa av figur 3.3. Orsaken är förmodlingen att andra kortsiktiga effekter, t ex verkningarna av kreditmarknadsreglerande åtgärder har överlagrat konjunkturrörelserna.

Intressant i detta sammanhang är att skuldresidualerna uppvisar svängningar som tenderar vara spegelbilder till residualerna för kassa och övrigt finansiellt kapital, vilket redovisas i avsnitt 4. Under perioden 1957-75 kan vi nämligen konstatera att skuldresidualerna har olika tecken för 12 respektive 15 år i förhållande till residualerna för nämnda tillgångskategorier. Denna fasförskjutning i de kortsiktiga förändringarna mellan skulderna

Figur 3.3 Skuldkvotsekvationens anpassning 1957-1975




*Anm*: Punkterna som genererar kurvan visar de regressionsskattade värdena och + tecknen kring kurvan anger de faktiska värdena.

och de likvida tillgångarna stämmer väl överens med hypotesen att lätt realiserbara tillgångar och korta skulder likviditetsmässigt fungerar som substitut för varandra. Vad vi här åsyftar är det förhållandet att när den löpande verksamheten temporärt resulterar i ökad kassa och ökade andra finansiella tillgångar utöver vad som krävs med hänsyn till mer långsiktiga betalningsöverväganden, blir det fördelaktigt för företagen att reducera inlåningen. Låneräntorna överstiger normalt avkastningen på de likvida tillgångarna. Samtidigt finns det anledning att tro att företagen vid exogent orsakade, oförutsedda försämringar av likviditeten söker bevara sin betalningsförmåga genom att i första hand öka den kortfristiga inlåningen.

# 4. Ekonometrisk analys av tillgångsefterfrågan

Som framgått av avsnitt 2 förutsätter vi att företagsledningens beslut om reala och finansiella investeringar baseras på förväntningar om utvecklingen av bl a produktionsvolym och produktpris. Efterfrågan på kassa, övrigt finansiellt kapital och lager blir därmed direkt associerad till omfattningen av den producerande verksamheten. För kassa och övrigt finansiellt kapital tar vi också med den förväntade avkastningen som en viktig förklaringsfaktor.

## 4.1 SKATTNINGSRESULTATEN

Genom vårt val av loglinjär form på regressionsekvationerna för tillgångsefterfrågan blir förklaringsvariablernas koefficienter elasticitetstal. I tabell 4.1 redovisas de skattade elasticiteterna.

Låt oss börja med att titta på kassaekvationen. Enligt denna har både transaktionsvolymen (mätt med förädlingsvärdet) och alternativkostnaden av att hålla kassa (mätt med räntan på statsobligationer) en signifikant inverkan på företagens kassainnehav. Att döma av storleken på de skattade elasticiteterna skulle en 10-procentig uppgång i transaktionsvolymen eller en lika stor nedgång i alternativkostnaden inom loppet av ett år medföra att industriföretagen ökar sin kassaefterfrågan med 5 respektive 3 procentenheter.

Intressant är att elasticiteten till förädlingsvärdet blivit klart mindre än ett. Även om man hänför hela fördröjningseffekten till förädlingsvärdet, dvs adderar elasticiteterna för förädlingsvärdet och den laggade variabeln blir summan alltjämt mindre än ett. Resultatet synes bekräfta den ovan nämnda stordriftshypotesen i kassahållningen. Eftersom vi inte fick något utslag för tiden när denna medtogs som en extra förklaringsvariabel torde man kunna utesluta den alternativa tolkningen att det här funna icke proportionella sambandet mellan kassan och förädlingsvärdet har orsakats av en ökande effektivisering i kassahållningen.

Den jämförelsevis låga elasticiteten för den laggade kassavariabeln indikerar en snabb anpassning av kassatillgångarna till förändringar i förädlingsvärde och obligationsränta. Detta synes ge stöd åt vårt antagande att kassahållningen fungerar som en likviditetsbuffert. Det är med andra ord främst förändringar i kassan som fångar upp de ändrade penningflöden som följer av kortsiktiga, oväntade variationer i förädlingsvärdet.

Av tabell 4.1 framgår vidare att förädlingsvärdet är den utan tvekan viktigaste förklaringsfaktorn även till företagens efterfrågan på övrigt finansiellt kapital och varulager. Men därmed upphör alla likheter med kassaefterfrågan. För det första påverkar obligationsräntan övriga finansiella tillgångar positivt och räntevariabelns koefficienter är klart signifikant. Resultatet indikerar inte bara att obligationsräntan är en god mätare på den förväntade avkastningen på dessa räntebärande tillgångar utan också att dessa tillgångar är nära substitut för kassakapitalet vid förändringar i det allmänna ränteläget.

Tabell 4.1 Regressionsestimat till ekvationerna för företagets val av tillgångar

| Ekvation för | Förklaringsvariabler: Förädlingsvärde | Obligationsränta | Laggat värde på den beroende variabeln | Tidstrend | $R^2$ | DW |
|---|---|---|---|---|---|---|
| (1) kassatillgångar | 0,512*** (0,144) | -0,325** (0,121) | 0,290 (0,202) | | 0,860 | 1,346 |
| (2) övrigt finansiellt kapital | 0,421*** (0,109) | 0,0742*** (0,0242) | 0,604*** (0,108) | | 0,995 | 1,336 |
| (3) varulager | 0,487*** (0,150) | | 0,520** (0,148) | -0,0097** (0,0047) | 0,982 | 0,808 |

*Anm*: Regressionskoefficienter som är signifikanta enligt dubbelsidigt t-test på 10, 5 och 1 % nivå markeras med *, ** respektive ***. Det laggade värdet på den beroende variabeln utgörs av föregående års värde. Medelfel anges inom parentes.

För det andra avviker det dynamiska anpassningsmönstret för övrigt finansiellt kapital och lagerkapitalet från det för kassakapitalet. Den laggade variabelns elasticitet är avsevärt större.[1] Elasticiteten till denna variabel har också - i enlighet med vår teori - ett värde som ligger klart inom intervallet 0 till 1.

[1] I motsats till vad som diskuterades i anslutning till kassaekvationen kan de låga elasticitetstalen för förädlingsvärdet i ekvationerna för övrigt finansiellt kapital och lager inte uppfattas som stöd för någon form av stordriftshypotes. Elasticiteterna för förädlingsvärdet och den laggade variabeln i respektive ekvation summerar nämligen här till något över ett.

För det tredje fick vi inte något utslag när räntevariabeln infördes i lagerekvationen. Detta tyder på att lagerefterfrågan är tämligen okänslig för det ändrade kostnadsförhållande visavi andra tillgångar som speglas i en ändrad obligationsränta. Däremot föreligger som framgår en tydlig tidstrend i utvecklingen av varulagret vilket antyder en ökande effektivisering i hanteringen av varulagret. Denna minskar behovet av beredskapslager vid given omsättning med knappt en procentenhet per år.

$R^2$-värdena i tabellen visar att vi lyckats förklara en mycket stor del av variationerna över tiden i industriföretagens tillgångsefterfrågan. För övrigt finansiellt kapital och varulagret förklaras mer än 98 % av de årsvisa variationerna. Å andra sidan är DW-måtten - främst för lagerekvationen - rätt låga. De låga DW-värdena gör att man bör tolka de enskilda koefficienternas signifikansnivåer med viss försiktighet. Autokorrelationen tenderar ju medföra en underskattning av de relativa standardavvikelserna vid OLS-estimation. När vi utförde regressionskörningar med korrigering för första ordningens autoregressivitet i slumptermerna höjdes DW-värdena obetydligt. Detta kan vara tecken på att den enkla logaritmiska funktionsformen inte ger en alldeles korrekt beskrivning av de undersökta sambanden.

Den empiriska litteraturen om företagens tillgångsval handlar mestadels om att bestämma efterfrågan på kassamedel. Hypotesen att kassahållningen är transaktionsbestämd får ett klart och entydigt stöd i dessa undersökningar. Man har då mätt transaktionsvolymen med omsättningen eller med någon variabel som nära samvarierar med denna. När det

gäller efterfrågesambandets form är resultaten långt mindre samstämmiga. Det finns en grupp av undersökningar som visar antingen att kassainnehavet stiger i snabbare takt än omsättningen[1] eller att kassan ändras i stort sett proportionellt med omsättningen.[2] Enligt en annan grupp av studier skulle en ökad omsättning istället åtföljas av en relativt sett mindre uppgång i kassainnehavet.[3] I denna sistnämnda grupp tycks den statistiska analysen genomgående ha utförts med större noggrannhet. Det kan därför finnas anledning att också tillmäta resultaten från dessa studier en större tilltro.[4]

I litteraturen ges belägg för att transaktionsvolymen är den viktigaste förklaringsfaktorn också till efterfrågan på övrigt finansiellt kapital.[5] Däremot förefaller det ha varit svårare att statistiskt verifiera inverkan på den finansiella tillgångsefterfrågan av ändrade alternativkostnadsrelationer. Bland de fåtaliga undersökningar där man lyckats fastställa dylika effekter kan nämnas två rätt nyligen publicerade arbeten av Bosworth (1971) och Bain (1977). I bägge dessa arbeten utfördes tidsserieskattningar med bl a räntan på obligationslån som förklaringsfaktor. Intressant för vårt vidkommande är också att Bosworth kunnat finna en påtaglig fördröjning i anpassningen över tiden av de likvida tillgångarna. Drygt 60 % av ökningen av dessa till-

---

[1] Friedman (1959).

[2] Meltzer (1963) och Frazer (1964).

[3] Wahlen (1965), Vogel och Maddala (1967) m fl.

[4] Man har i dessa undersökningar bl a sökt eliminera de fel som tenderar uppkomma på grund av aggregeringseffekter och på grund av utelämnade förklaringsfaktorer genom att utföra regressioner på skiktat material eller använda dummyvariabelteknik.

[5] Meltzer (1963), Vogel och Maddala (1967), Eliasson (1967) m fl.

gångar under varje år kan enligt hans beräkningar hänföras till fördröjningseffekter. Resultatet stämmer tämligen väl överens med det vi själva erhållit för övrigt finansiellt kapital (se ekvation (2) i tabell 4.1).

En omfattande empirisk studie över industriföretagens investeringar och finansiella beteende på svenska data har tidigare utförts av Eliasson (1967). Hans regressionsekvationer avser samma kategorier av tillgångar som i denna undersökning och han har tidsserieskattat sina ekvationer på basis av aggregerade årsdata med vanlig minsta kvadratmetod. Mot den bakgrunden kan det vara av intresse att något mer i detalj jämföra våra resultat med Eliassons. Eliasson fick ett klart utslag för omsättningens effekt på övrigt finansiellt kapital och lager. Omsättningens inverkan på kassaefterfrågan blev emellertid mycket svag (ej signifikant på 5 % nivå), vilket kan förefalla förvånande. En tänkbar förklaring är avsaknaden av en laggad specificering av kassafunktionen. Det bör också påpekas att Eliassons estimationsperiod omfattar åren 1953-63 medan vi studerat åren 1954-76. Eliasson införde ej heller någon räntevariabel i sina ekvationer. I stället inkluderade han den årliga förändringen av företagens upplåning i affärsbankerna som förklaringsfaktor till övrigt finansiellt kapital. Syftet var att fånga upp den betydelse för uppbyggnaden av industrins likvida tillgångar som kan hänföras till ändrade möjligheter för företagen att anskaffa korta lån på den organiserade kreditmarknaden. Affärsbanksvariabeln blev också positiv och klart signifikant. Valet av denna förklaringsfaktor synes rimligt med hänsyn till den utpräglade regleringssituation som rådde på kreditmarknaden speciellt under 50-talet med ett stort otillfredsställt lånebe-

hov hos företagen. Att vi lyckats få utslag för obligationsräntan kan ses som uttryck för den förändring av kreditförmedlingen som skett sedan Eliassons undersökning i riktning mot en ökad marknadsanpassning.

Eliasson använde också en särskild konjunkturvariabel för att förklara lagerefterfrågan, nämligen omsättningens ökningstakt. Variabeln visade sig ha en negativ effekt. Resultatet tolkades som uttryck för att tillfälliga konjunkturella variationer i efterfrågan på företagens produkter orsakar oplanerade förändringar i varulagren. Vi har också utfört beräkningar där lagerkapitalet förklaras av den årliga förändringen av förädlingsvärdet. Vi fick då ett klart negativt utslag endast när vi samtidigt uteslöt den laggade lagervariabeln. Detta synes tyda på att omsättningsökningen fångar upp inte bara den nämnda konjunktureffekten utan också den fördröjningseffekt i anpassningen av varulagret som föreligger oavsett de oplanerade lagervariationerna.[1]

## 4.2 DEN KALKYLERADE UTVECKLINGEN AV INDUSTRINS TILLGÅNGAR

På samma sätt som ovan för skuldfinansieringen analyseras i detta avsnitt den historiska utvecklingen av industrins kassa, övriga finansiella tillgångar och lager. Vi redovisar inledningsvis vad de enskilda förklaringsfaktorerna betytt för förändringarna över tiden i nämnda tillgångar. Resultaten återges i tabell 4.2.

---

[1] Observera att man alltid kan omformulera en ekvation där lagerkapitalet förklaras av omsättningsnivån och det laggade lagerkapitalet året innan, så att den i stället kommer att innehålla omsättningen plus omsättningsökningen som förklaringsfaktorer.

Tabell 4.2 Förklaringsfaktorernas bidrag till den genomsnittliga tillväxttakten 1954-76 för industrins kassa, övriga finansiella kapital och lager

| Kategori tillgångar | Faktisk tillväxt-takt | Bidrag från förädlings-värde | obligations-ränta | tids-trend | Avvi-kelse |
|---|---|---|---|---|---|
| Kassa | 0,037 | 0,060 | -0,016 | | -0,007 |
| Övrigt finansiellt kapital | 0,096 | 0,092 | 0,007 | | -0,003 |
| Lager | 0,076 | 0,085 | | -0,010 | 0,001 |

*Anm:* Bidragen i tabellen har beräknats som följer: Först multipliceras elasticiteten till varje förklaringsvariabel i tillgångsekvationerna med sin genomsnittliga årliga tillväxttakt. Därmed fås dessa variablers direkta bidrag. Sedan fördelas den laggade variabelns direkta bidrag på förädlingsvärdet och obligationsräntan i proportion till dessas respektive direkta bidrag. Detta gäller ekvationerna för kassan och övriga finansiella tillgångar. I lagerekvationen har den laggade variabelns direktbidrag hänförts uteslutande till förädlingsvärdet, eftersom det är rimligt att utgå från att effekten av tidstrenden sker utan tidsfördröjning.

Av tabellen framgår att förädlingsvärdets expansion varit den klart dominerande faktorn, som svarat för en årlig tillväxt i kassan och varulagret som är 62 respektive 12 procent större än den faktiska tillväxttakten. Förädlingsvärdets bidrag till utvecklingen av övrigt finansiellt kapital är relativt sett av mindre betydelse, men svarar ändå för 95 % av den faktiska tillväxttakten för denna tillgång.

Vi kan också se att inverkan av obligationsräntan långt ifrån varit försumbar. Räntan har höjts med 4,75 procentenheter under perioden 1954-76, vilket minskat kassaefterfrågan. Samtidigt har räntestegringen ökat efterfrågan på det övriga finansiella kapitalet. Denna substitutionseffekt av räntan har åstadkommit en uppgång i relationen mellan övrigt finansiellt kapital och kassan på drygt 65 % under nämnda tidrymd.

I figurerna 4.1, 4.2 och 4.3 har vi beräknat utvecklingen kassa, övrigt finansiellt kapital och lager med hjälp av våra regressionsekvationer. Övrigt finansiellt kapital har som framgår i stort sett vuxit enligt en exponentiellt stigande trend. Den kalkylerade utvecklingen för kassatillgångarna i figur 4.1 är en helt annan. Regressionskurvan anger för vissa perioder (1954-57, 1960-61 och 1974-75) t o m en absolut minskning av industrins kassahållning. Stora skillnader föreligger också i den genomsnittliga tillväxttakten mellan de olika kapitalkategorierna med den snabbaste tillväxten för övrigt finansiellt kapital och den långsammaste för kassakapitalet.

Avvikelserna mellan de faktiska och beräknade värdena uppvisar klart uttalade svängningar med växelvis negativa och positiva värden under tidsintervall på 2 till 4 år. När konjunkturen går upp och vinstmarginalerna för företagen stiger, kan en ökning av tillgångsefterfrågan väntas som är större än den som betingas av ökningen i förädlingsvärdet och den trendmässiga utvecklingen av obligationsräntan, medan det omvända gäller i tider när konjunkturen försämras.[1]

---

[1] Konjunkturtopparna har i stort sett sammanfallit med åren 1955, 1960, 1965, 1970 och 1975.

Som också framgår föreligger en konjunkturell samvariation av residualerna för lagret under perioden 1964-76 samt för övrigt finansiellt kapital under perioderna 1954-66 och 1970-76. Å andra sidan är bilden av kassafunktionens anpassning starkt splittrad. Kassaresidualerna är negativa under toppåren 1955, 1960 och 1970 samt positiva under lågkonjunkturåren 1958, 1968 och 1972.

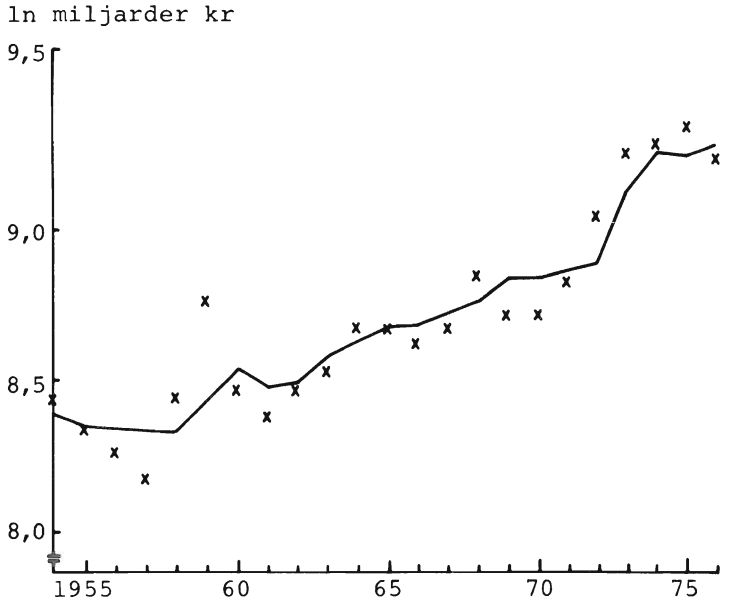
Att konjunkturmönstret delvis suddats ut kan bero på penningpolitiken. En åtstramning av penningpolitiken bör få till följd att företagen hushållar mer med sina likvida medel. De minskar med andra ord innehavet av kassa och andra lätt realiserbara tillgångar relativt till omsättningen genom att snabbare driva in sina betalningar och minska de kortfristiga krediterna i samband med varuleveranserna.[1]

Förutsatt att åtstramningen också innehåller kvantitativa inslag och alltså inte fullt ut kommer till uttryck i stigande marknadsränta, bör detta ha haft en negativ inverkan på residualerna i våra figurer. Om nu graden av kvantitativ penningpolitisk restriktivitet varierat i fas med konjunkturerna, skulle alltså där finnas en viktig orsak till att konjunkturmönstret i residualerna försvagats eller helt eliminerats. De mycket stora negativa och positiva residualerna för kassakapitalet under åren 1956-57 respektive 1958-59 kan tjäna som belysande exempel. De två första av dessa år kännetecknas av en betydande knapphet på pengar och svårigheter för företagen att låna på den organiserade kreditmarknaden, medan en markant lättnad i penningpolitiken skedde under de två senare åren.

---

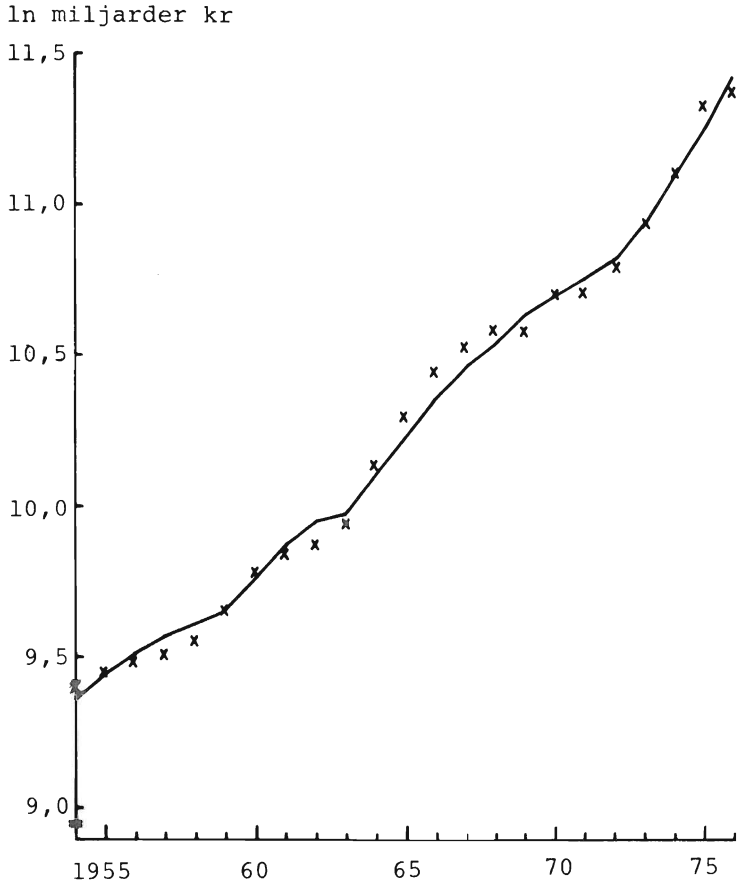
[1] För en utförligare beskrivning av hur företagen reagerar på penningpolitiska åtgärder av kreditreglerande typ se Eliasson (1967) kap 4.

Figur 4.1 Kassafunktionens anpassning 1954-1976



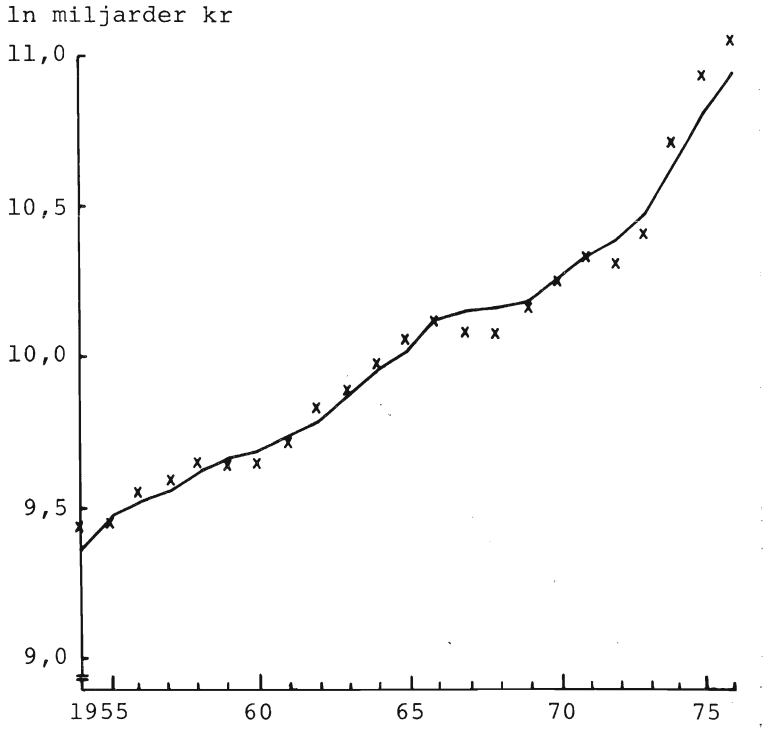

*Anm*: Punkterna som genererar kurvan visar de regressionsskattade värdena och + tecknen kring kurvan anger de faktiska värdena.

Figur 4.2 Anpassningen av funktionen för övrigt finansiellt kapital 1954-1976




*Anm*: Punkterna som genererar kurvan visar de regressionsskattade värdena och + tecknen kring kurvan anger de faktiska värdena.

Figur 4.3 Lagerfunktionens anpassning 1954-1976




*Anm*: Punkterna som genererar kurvan visar de regressionsskattade värdena och + tecknen kring kurvan anger de faktiska värdena.

Det kan vara av intresse att nämna att Eliassons anpassningar av de tidsserieskattade sambanden för kassan och det övriga finansiella kapitalet rätt väl stämmer överens med dem som vi erhållit.[1] Under den del av våra analysperioder som är gemensam (1954-63) fick han samma tecken på kassaresidualerna som vi i figur 4.1 utom för åren 1960 och 1963 samt samma tecken på residualerna för övrigt finansiellt kapital som i figur 4.2 utom för åren 1954, 1956, 1961 och 1963. Med tanke på att dessa år ej representerar någon av de större residualerna och att Eliasson också använt förklaringsvariabler som inte återfinns i våra regressionsekvationer är överensstämmelsen överraskande god.[2]

---

[1] G Eliasson (1967) s 101 och 115.

[2] Någon jämförelse av varulagrets anpassning är knappast meningsfull, eftersom Eliasson utgick från ökningen av lagret som beroende variabel.

# 5. Prognos fram till 1985

I detta avsnitt prognosticeras industrins balansräkningsposter för 1985. Prognosen bygger dels på egna förutsägelser om de framtida finansieringsbetingelserna, dels på de reala kalkyler som utförts i långtidsbedömningen över industrins framtida produktion, produktpris och investeringar i byggnader och maskiner.

## 5.1 BERÄKNINGSMETODEN

Den modell som används för prognosen är de i föregående avsnitt skattade ekvationerna för skuldkvoten och tillgångsefterfrågan. På grundval av initiellt givna värden 1977 på förklaringsfaktorerna i dessa ekvationer samt förutsägelserna om hur förklaringsfaktorerna ändras under perioden 1977-85 framskriver vi med hjälp av ekvationerna utvecklingen av kassan, det övriga finansiella kapitalet, varulagret och den marginella skuldkvoten. Utvecklingen av skulderna erhålls på grundval av den kalkylerade förändringen av skuldkvoten och från LB:s investeringskalkyler (se "Utvecklingsvägar för svensk ekonomi 1978-1985" i denna volym) tar vi direkt prognosen för det varaktiga materiella kapitalet. Slutligen framkommer identiskt ur balansräkningen det prognosticerade värdet på den resterande kapitalposten som är det egna kapitalet.

Regressionsekvationerna är specificerade såsom reducerade former i den fullständiga modell som vi senare presenterar i den nämnda tekniska bilagan. Förklaringsfaktorerna kan därmed betraktas som exogena storheter, vilket gör att vi kan skriva fram balansräkningsposterna enbart på grundval av regressionsekvationerna utan tillgång till den fullständiga modellen. Som vanligt vid denna typ av beräkningar bör det understrykas att resultaten är i hög grad osäkra. En viktig orsak är förstås att regressionsekvationerna knappast kan förutsättas ge en uttömmande och helt korrekt beskrivning av hur företagens skuldsättningsbeteende och tillgångsefterfrågan bestäms. En annan orsak är den osäkerhet som vidlåder förutsägelserna om förklaringsfaktorerna.[1]

## 5.2 DE EXOGENA ANTAGANDENA

Sedan början av 70-talet har den allmänna prisnivån stigit snabbt. Då räntorna på kreditmarknaden inte hunnit uppjusteras i takt med inflationen har företagens reala lånekostnader pressats ned. Detta speglas bl a av att den reala räntan på statsobligationer under samma tid varit negativ. Som framgår av kapitel 7 i LB:s huvudtext beräknas den reala räntan öka till ca 3 % vid mitten av 1980-talet. Vid en inflationstakt på 5 % innebär detta en nominell obligationsränta på 8 % vid mitten av 1980-talet jämfört med drygt 9 % 1977.

Tendensen mot en ökande marknadsanpassning av krediträntorna torde vidare medföra att industrin blir

---

[1] Vår prognos av balansräkningsposterna har avstämts mot den framskrivning av industrins finansiella flöden och räntabilitet som finns i "Utvecklingsvägar för svensk ekonomi 1978-1985". Detta kan ses som ett slags indirekt test på tillförlitligheten av balansräkningsprognosen.

mindre beroende av specialdestinerade krediter för sin kapitalförsörjning. Vi räknar sålunda med att andelen speciallån till industrin minskar från ca 7 % av BNP under första hälften av 70-talet till den nivå som gällde under andra hälften av 60-talet, dvs 3 %.

Även den reala avkastningen på aktier var låg under första hälften av 70-talet. Det finns dock skäl att tro att aktieavkastningen stiger så att den bättre svarar mot aktieägarnas långsiktiga ersättningskrav för risktagandet. Oljekrisen 1973 och den osäkerhet som följt beträffande den framtida energiförsörjningen i kombination med de dramatiska konjunktursvängningarna under 1970-talet kan ha drastiskt försämrat företagsledningarnas och kapitalägargruppernas förtroende för stabiliteten och tillväxten i det ekonomiska systemet under 1980-talet. Som ett uttryck för denna möjlighet räknar vi med att den riskmarginal kapitalägarna eftersträvar vid finansiella investeringar i aktier kommer att höjas från den låga nivån i början av 1970-talet till den nivå som gällde vid mitten av 1960-talet, dvs 6 % (se figur 3.2; s 272).

Ett viktigt mål för statsmakterna är att bygga ut industrin för att via ökad export uppnå balans i de utrikes betalningarna vid mitten av 1980-talet. Det finns därför starka skäl att tro att den hittillsvarande investeringsstimulerande skattepolitiken gentemot industrins företag kommer att förlängas in på 1980-talet. Vi utgår därför från att skattekreditandelen i industrins realinvesteringar - genom ett fortsatt tillämpande av liberala avskrivningsregler och frekventa frisläppanden av investeringsfonderna - kommer att bibehållas på den höga nivå som gällt under första hälften av 1970-talet, dvs ca 50 %.

I LB:s produktions- och prisprognoser förutses en årlig tillväxt av industrins förädlingsvärde fram

till 1985 med 9,4 % i löpande priser. Motsvarande prognosticerade tillväxttakt för industrins varaktiga materiella kapital belöper sig till 8,5 %.

## 5.3 PROGNOSRESULTATEN

I tabell 5.1 redovisas resultaten av våra beräkningar av balansräkningsposterna för 1985 mot bakgrund av perioden 1955-77. Vi ser bl a att det egna kapitalets ökning klart överstiger skuldernas (294 285 mot 102 696 milj kr). Lägg märke till att genom de prisstegringar som förutses för både materiellt och finansiellt kapital kommer det ackumulerade industriella sparandet plus kapitalanskaffningen genom nyemissioner - se studien "Utvecklingsvägar för svensk ekonomi 1978-1985" - att bli lägre än den prognosticerade uppgången av det egna kapitalet.

På grundval av tabell 5.1 kan balansräkningsposternas årliga tillväxttakter beräknas. Dessa beräkningar ger vid handen att såväl varulager som varaktigt materiellt kapital i nominella tal kommer att växa i en långsammare takt än vad som tidigare varit fallet, medan det omvända förhållandet gäller för

Tabell 5.1 Industrins balansräkningsposter 1955-1985

| | 1955 | 1965 | 1975 | 1977 | 1985 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1. Kassa | 4 200 | 5 862 | 11 323 | 11 084 | 18 549 |
| 2. Räntebärande tillgångar | 12 800 | 29 994 | 85 090 | 97 710 | 203 149 |
| 3. Varulager | 12 800 | 23 500 | 55 245 | 62 944 | 93 418 |
| 4. Materiellt kapital | 30 943 | 72 665 | 210 933 | 275 271 | 528 874 |
| 5. Skulder | 17 400 | 40 773 | 127 528 | 152 072 | 254 768 |
| 6. Eget kapital | 43 343 | 91 248 | 235 063 | 294 937 | 589 222 |
| 7. Totalt kapital | 60 743 | 132 021 | 362 591 | 447 009 | 843 990 |

kassan och övrigt finansiellt kapital. Särskilt markant är stegringen av kassans tillväxttakt. En viktig förklaring är att vi förutser en sänkning av den nominella obligationsräntan under prognosperioden 1977-85 (under den historiska perioden 1955-77 ökade obligationsräntan med hela 5 procentenheter). Dessutom sjunker skuldernas tillväxttakt påtagligt jämfört med tidigare samtidigt som det egna kapitalets tillväxttakt förblir i stort oförändrad. Orsakerna till denna snabbare tillväxt av egenkapitalet kommenteras strax nedan.

Effekterna av dessa skiljaktiga tillväxttakter på kapitalstrukturen visas i tabell 5.2. Där framgår att kassans och varulagrets andelar av balansomslutningen kommer att minska under prognosperioden och att det varaktiga kapitalets andel ökar. Detta är en utveckling i linje med den som tidigare har ägt rum mellan 1955 och 1977. För kassaandelen noteras dock en tydlig avsaktning i minskningstakten, vilket är en spegling av den ovan nämnda kraftiga stegringen av kassans tillväxttakt.

Tabell 5.2 Industrins kapitalstruktur 1955-1985

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 1. $\frac{\text{Kassa}}{\text{totalt kapital}}$ | 0,069 | 0,044 | 0,031 | 0,025 | 0,022 |
| 2. $\frac{\text{Räntebärande kap.}}{\text{totalt kapital}}$ | 0,21 | 0,23 | 0,23 | 0,218 | 0,240 |
| 3. $\frac{\text{Lager}}{\text{totalt kapital}}$ | 0,21 | 0,18 | 0,15 | 0,141 | 0,111 |
| 4. $\frac{\text{Materiellt kap.}}{\text{totalt kapital}}$ | 0,51 | 0,55 | 0,58 | 0,616 | 0,627 |
| 5. $\frac{\text{Eget kapital}}{\text{totalt kapital}}$ | 0,71 | 0,69 | 0,65 | 0,66 | 0,70 |

Balansräkningens skuldsida avspeglar ett tydligt trendbrott vad gäller utvecklingen av soliditeten. Från att ha sjunkit med 5 procentenheter under perioden 1955-77 skall soliditeten enligt våra kalkyler stiga med inte mindre än 4 procentenheter fram till 1985 till en nivå jämförbar med den som gällde under 1950-talet och 1960-talets första år. (Jfr figur 3.1; s 269.) Denna prognosticerade soliditetsförbättring är i första hand ett resultat av den av oss förutspådda nedgången av andelen specialdestinerade krediter och uppgången av riskmarginalen. Vi erinrar oss att dessa förändringar av specialutlåningsandelen och riskmarginalen i vår modell ändrar relationen mellan den marginella lånekostnaden och den marginella kostnaden för eget kapital för företagen så att de i ökad utsträckning finansierar investeringarna med eget kapital.

Det bör poängteras att denna teori beskriver företagens skuldsättningspolitik på lång sikt. Vår avsikt här är ju inte att analysera kortsiktiga eller konjunkturellt betingade förändringar i lånefinansieringen vilka främst påverkas av variationer i vinstläget. Sett i ett längre tidsperspektiv torde istället kostnadsöverväganden bli avgörande för företagens val mellan olika finansieringsformer. Det är då också rimligt att utgå från att företagen väljer skuldstruktur med hänsyn till vilka priser som gäller för lånat och eget kapital på de finansiella marknaderna.