

Specialstudie V

Industrins vinster, finansiering och tillgångsstruktur 1965-83

Jan Södersten

1 Inledning

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

Den turbulenta vinstutvecklingen hade på den "reala" sidan sin motsvarighet i en under 70-talet stagnerande eller fallande industriproduktion och i en under krisåren dramatisk nedgång i företagens investeringar i maskiner och fast anläggningsskapital. Först 1984 och 1985, de år industrivinsterna återvänt till rekordnivåer, noterar vi en mer påtaglig expansion i industriproduktion och kapitalbildning.

Vinstutvecklingen är av många skäl central i en analys av de skiftande förutsättningarna för industriell kapitalbildning i Sverige under de senaste decennierna: som en indikator på varierande lönsamhetsutsikter vid nyinvesteringar och som mått på företagens tillgång på egna medel för att finansiera sin verksamhet. Det är

mot denna bakgrund vi i denna uppsats studerar olika aspekter på industrins vinstsituation och finansiella utveckling sedan mitten av 60-talet. Avsikten är inte att genomföra någon orsaksanalys av hur kapitalbildningen påverkats av finansiella faktorer, utan syftet är mer begränsat. Uppsatsen kartlägger utvecklingstendenser för vinster och finansieringsförhållanden, den förändrade avkastningsrelationen mellan företagets finansiella och reala investeringar och belyser den förskjutning som inträffat under det senaste decenniet i valet mellan finansiella och reala placeringsalternativ.

Ett huvudintresse i uppsatsen gäller mätproblemen. Under de senaste decennierna - vår observationsperiod är 1965-83 - har inflationen accelererat från några få procent per år till tvåsiffriga tal. Det är en väsentlig fråga hur detta har påverkat industrins vinster. Det är en genomgående observation i uppsatsen att den i inflationstider fundamentala distinktionen mellan nominella och reala begrepp och storheter alltför ofta förbises - både i den offentliga statistiken och i olika utredningar.

2 Industrins vinster 1965-83

I detta avsnitt granskas industrins vinstutveckling under de två senaste decennierna. Det första delavsnittet behandlar förändringarna av bruttovinstmarginalerna och i det följande studeras industrins räntabilitet. De mätproblem som uppmärksammas gäller bl a hur rådande praxis för lagervärderingen kan ge en missvisande bild av vinsternas nivå och förändring och de korrigeringar i vinstmätningen som krävs för att beakta olika inflationseffekter på företagets förmögenhetsställning.

Kalkylerna baseras genomgående på Statistiska Centralbyråns företagsstatistik och avser i första hand åren 1965-83. 1983 är det sista år för vilket fullständiga resultat- och balansräkningsdata nu finns tillgängliga.

Ett par reservationer bör omedelbart göras vad gäller tolkningen

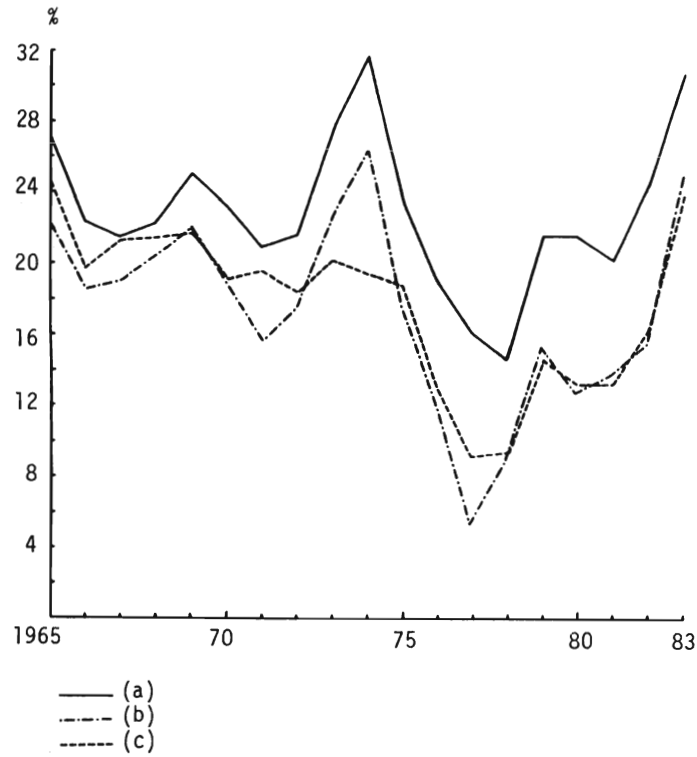
av de räntabilitetsserier som kommer att presenteras i det följande. Som vanligt vid sådana beräkningar är det här fråga om "mekaniska" uppräkningsvärden och avskrivningsbelopp. De olika indexserierna döljer spridningar inom aggregatet, vilket gör att den genomsnittliga utvecklingen för industriföretagen blir missvisande exempelvis för sådana delbranscher och företag, vilka drabbats av obsolescens. Ett annat problem är att våra beräkningar enbart avser investeringar i maskiner och fast anläggningsskapital. I den ekonomisk-politiska debatten under senare år har man ofta betonat att investeringar i forskning, marknadsföring, och liknande "mjukvara", kan ha en stor, och växande, betydelse för den industriella expansionen.

Bruttovinstmarginalen

Enligt svensk skattelagstiftning och redovisningspraxis baseras företagens lagervärdering vid beräkning av bruttovinsterna på den så kallade FIFU- eller först-in-först-ut-principen. Principen innebär att företagen som kostnad för försålda varor tar upp insatsvarornas anskaffningskostnader. Jämfört med en renodlad real vinstberäkning, där alla kostnadsposter tas upp till återanskaffningspriser, medför FIFU-metoden vid inflation således en överskattning av den "verkliga" vinsten. Hur stor överskattningen blir beror naturligtvis av i vilken takt återanskaffningspriserna stiger över tiden, men också av hur snabbt företagen omsätter sina lagertillgångar.

I figur 1 redovisas, med alternativa definitioner, bruttovinstens (driftsöverskottets) andel av förädlingsvärdet inom industrin åren 1965-83.¹ Den översta, heldragna kurvan baseras direkt på data från SCBs företagsstatistik, vilket bl a innebär att bruttovinsterna framräknats enligt FIFU-metoden. Kurvan visar således vinstutvecklingen inklusive nominella lagerprisvinster. Det är svårt att exakt beräkna hur stor del av de redovisade bruttovinsterna som utgörs av lagerprisvinster, bl a därför att vi saknar uppgifter över prisutvecklingen för industrins lager. En grov uppskattning av lagervinsternas storlek kan dock fås genom att multiplicera

Figur 1 Bruttovinstens andel av förädlingsvärdet 1965-83.
Alternativa definitioner
Procent



Anm:

- (a) Bruttovinst enligt SOS Företagen inklusive nominella prisvinster på lager
- (b) Bruttovinst inklusive reala lagerprisvinster
- (c) Bruttovinst exklusive lagerprisvinster

ingående lagerstock med tillväxttakten i producentprisindex. Den streckade kurvan i figuren visar bruttovinstmarginalen efter en sådan justering, dvs exklusive nominella lagerprisvinster.

Skillnaden mellan de båda kurvorna (den heldragna och den streckade) ökar markant fr o m 1973 som en avspegling av accelerationen i prisstegringarna från denna tidpunkt, och under återstoden av 70-talet svarar lagerprisvinsterna för så mycket som en tredjedel av de okorrigerade bruttovinsterna. Ett intressant resultat av kalkylerna gäller bedömningen av vinstutvecklingen vid mitten av 70-talet. Den dramatiska uppgången i företagsvinsterna 1973-74 vi berörde inledningsvis tycks helt ha betingats av företagets lagerprisvinster. Tolkar vi - på det sätt som angetts här - den kraftiga ökningen i producentprisindex under dessa år (24,1 % enbart för 1974!) som en motsvarande ökning av återanskaffningskostnaderna för förbrukningen av insatsvaror, framstår 1974 inte alls som något rekordår.²

I viss mening ger dessa kalkyler emellertid en missvisande bild av företagets vinstsituation. En viktig del av företagets handlande är rimligen att anpassa sin inköps- och försäljningspolitik, och därmed sina lagervolymer, till förväntningar om den framtida prisutvecklingen, och denna hypotes får också stöd i olika empiriska undersökningar av företagets lagerbeteende. En fullständig eliminering av lagerprisvinsterna innebär därför att man bortser från de högst reella vinstmöjligheter som ligger i en framgångsrik inflationsanpassning, alternativt att man implicit antar att företagets lagerpolitik är opåverkad av inflationsutvecklingen.

70-talet innebar inte bara en acceleration i den allmänna inflationsutvecklingen utan också markanta förskjutningar i relativa priser (se Genbergs specialstudie i denna volym). Då återanskaffningspriserna för varuförbrukningen stiger i snabbare (långsammare) takt än den allmänna inflationstakten gör företagen reala inflationsvinster (förluster) på sin lagerhållning. Dessa inflationsvinster kan inkluderas i våra kalkyler på ett enkelt sätt. Genom att multiplicera ingående balanser för lagerstockarna med den allmän-

na inflationstakten (förändringen i konsumentprisindex) får vi ett mått på hur mycket lagervärdena måste öka under loppet av året för att deras allmänna köpkraft inte skall sjunka. Minskar vi sedan företagsstatistikens bruttovinst, som enligt FIFU-principen redovisas inklusive nominella lagerprisvinster, med denna "köpkraftskorrigerig" av ingående lagervärde, får vi som rest en justerad bruttovinst, som inkluderar reala lagerprisvinster (förluster).

Med den punktstreckade kurvan i figur 1 visas industrins bruttovinstmarginal inklusive reala lagerprisvinster. Som framgår har företagen reallt sett fått vidkännas både vinster och förluster på sin lagerhållning. Förlusterna är koncentrerade till lågkonjunkturperioderna - 1967-68, 1971-71 och 1977-78 - då återanskaffningspriserna för varuförbrukningen (här mätt med producentprisindex) ökade långsammare än den allmänna inflationstakten. Motsatsen gällde 1973-74, då växande reala lagerprisvinster drev upp vinstmarginalen till en rekordnivå. Som en intressant jämförelse kan vi också konstatera att reala lagerprisvinster inte alls spelat någon roll för den kraftiga vinstuppgången 1983.³

Vi har här, genom att beräkna bruttovinsternas andel av förädlingsvärdet, kunnat ge en första bild av industrins vinstutveckling sedan 1965 och vi har betonat de tolkningsproblem som uppkommer då lagervärderingen baseras på den så kallade FIFU-metoden. Metoden medför att nivån för bruttovinstmarginalen automatiskt drivs upp av inflationen och jämförelser av vinstmarginalerna mellan år med olika inflationstakt kan därmed bli grovt missvisande. Ett exempel på detta är högkonjunkturåren 1979-80, då industrins bruttovinstmarginal enligt konventionell, FIFU-baserad, mätning låg på en nivå jämförbar med den som gällde 1966-67 och 1971-72. En inflationskorrigerad beräkning visar dock att vinstläget 1979-80 var väsentligt lägre än under de tidigare nämnda åren.

Real räntabilitet på materiellt kapital

Att bruttovinstmarginalen utnyttjats så flitigt som mått på lönsamhetsutvecklingen hänger naturligtvis samman med att måttet är enkelt att konstruera. Inga krav ställs t ex på data för kapitalstockar eller kalkylmässiga avskrivningar. Just denna omständighet kan samtidigt innebära en fara vid jämförelser över tiden och framför allt vid jämförelser mellan branscher och företag. Förhållandet mellan förädlingsvärde och realkapitalstock kan ha förändrats genom t ex förskjutningar i relativa faktorpriser så att en ökande andel av bruttovinsterna (och av förädlingsvärdet) måste anslås till kapitalavskrivningar. I aggregerade data - för t ex hela industrin - kan förskjutningar i den observerade "capital output"-kvoten uppkomma också genom omstruktureringar mellan delbranscher som är olika kapitalkrävande i produktionen.

I detta delavsnitt kommer vi i stället att belysa utvecklingen av industrins räntabilitet, vilket bl a möjliggör jämförelser över tiden, oberoende av om kapitalinsatsen per krona förädlingsvärde varierat.

Ett problem vid räntabilitetsberäkningar gäller, som nämnts, att få användbara mått på kapitalinsatsen. Företagsstatistikens redovisning av industrins maskin- och byggnadskapital avser bokförda värden och dessa är präglade av skattelagstiftningens värderingsnormer. Det innebär bl a att värderingen grundas på dels historiska anskaffningskostnader, dels avskrivningsförlopp som åtminstone för maskinkapitalet är accelererade i förhållande till vad som är ekonomiskt motiverat. Inte heller de kapitalstockar SCB konstruerar för industrin och som publiceras i Nationalräkenskaperna är lämpade för räntabilitetsanalys. SCB syftar nämligen till en bruttoberäkning av kapitalstockarna, vilket innebär att man gör avdrag för de kapitalföremål som utrangeras, men däremot inte för den ekonomiska värdeminskning som följer av att kapitalföremålen åldras.⁴

De räntabilitetstal som redovisas i denna uppsats bygger i stället

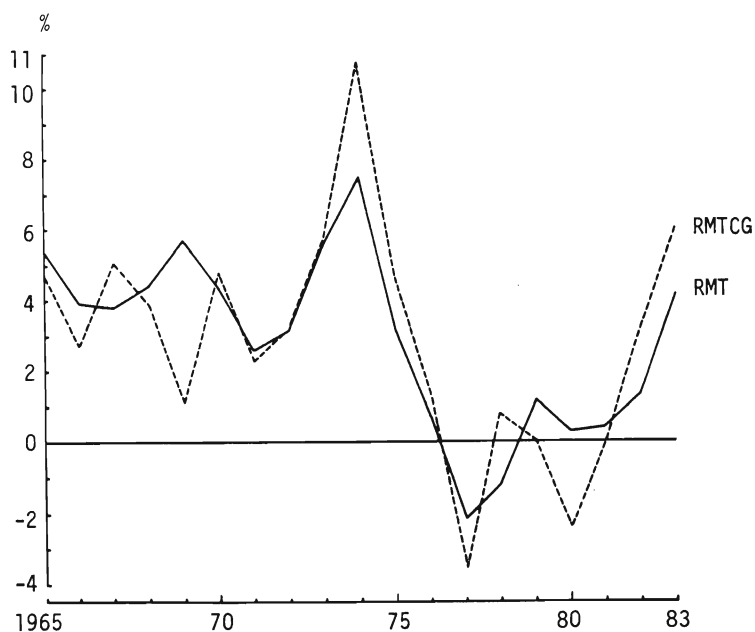
på egna beräkningar av industrins realkapitalstockar enligt den sk perpetual inventory-metoden. Beräkningarna förutsätter att den ekonomiska värdeminskningen följer ett geometriskt förlopp. Avskrivningstakten har satts till 7,7 % per år för maskinkapitalet och 2,6 % för byggnader, vilket motsvarar en genomsnittlig ekonomisk livslängd på ungefär 13 respektive 38 år.⁵

Den heldragna kurvan i figur 2 visar den reala räntabiliteten på materiellt kapital, innefattande maskiner, byggnader och lager. Täljaren i räntabilitetsmättet utgörs av bruttovinsten efter avdrag för kalkylmässiga avskrivningar, vilka, som nämnts, motsvarar 7,7 respektive 2,6 % av det nedskrivna återanskaffningsvärdet för maskiner och byggnader. Vi väljer att beräkna bruttovinsterna inklusive reala lagerprisvinster, snarare än att helt eliminera dessa vinster. De ekonomiska skälen till att inkludera reala vinster av lagerhållningen, som för övrigt till den helt övervägande delen realiserats under året, redovisades ovan. Till de angivna skälen kommer också den beräkningstekniska omständigheten att alla försök att helt räkna bort de nominella lagerprisvinsterna nödvändigtvis bara kan ge ungefärliga resultat, eftersom vi saknar specialindex för lagerstockarna, medan reala lagerprisvinster kan uppskattas med större säkerhet med hjälp av konsumentprisindex.

Den reala räntabiliteten på materiellt kapital kan alternativt definieras inklusive reala kapitalvinster även för maskin- och byggnadskapitalet. Sådana värdestegringsvinster uppkommer då återanskaffningspriserna (approximerade med SCBs prisindex för investeringsvaror) för maskiner och byggnader ökar relativt konsumentprisindex.

Liksom inflationen, med stigande återanskaffningspriser, innebär en belastning av rörelseresultatet genom krav på ökade avskrivningar, medför den en uppvärdering av existerande tillgångar. En uppgång av återanskaffningspriserna utöver förändringen i konsumentprisindex innebär därför en real förmögenhetsökning för företaget och en konsistent resultatredovisning, som syftar till att registrera inträffade förändringar i företagets förmögenhetsställning,

Figur 2 Real räntabilitet på materiellt kapital 1965-83
Procent



Anm:

RMT = Real räntabilitet på maskiner, byggnader och lager, inklusive reala lagerprisvinster

RMTCG = RMT plus reala kapitalvinster på maskin- och byggnadskapitalet

förutsätter att dessa reala förmögenhetsvinster (förluster) räknas in i resultaten - om än som en särredovisad post.

Det kan hävdas att det har föga intresse att alls ta hänsyn till reala värdestegringsvinster för anläggningsskapitalet vid beräkningen av räntabiliteten i industrin. Dessa värdestegringsvinster är ju - till skillnad från lagerprisvinsterna - latent. I många fall, när det gäller företagsspecifikt produktionskapital kan kapitalvinsterna

dessutom inte realiseras annat än genom försäljning av hela företaget.

Detta är viktiga påpekanden att ha i minnet, men då bör det också noteras, att även latent kapitalvinster ställer existerande företag i ett fördelaktigt läge jämfört med icke-etablerade, liksom kapitalvinster på redan företagna investeringar innebär fördelar jämfört med investeringar som ännu inte företagits. Hänsynstagandet till reala värdestegringsvinster för anläggningskapitalet har i själva verket en motsvarighet i företagets beteende, nämligen den uppvärdering av balansräkningarnas tillgångssida, som brukar företas i samband med fondemissioner.

I figur 2 redovisas - med den streckade kurvan - effekten av att inkludera reala värdestegringsvinster även för maskiner och byggnader i räntabilitetsmättet. Som framgår ökar variabiliteten i räntabilitetstalen påtagligt och i allmänhet noterar vi en kraftigare uppgång under högkonjunkturåren och en starkare nedgång under lågkonjunkturåren. Någon tendens att hänsynstagandet till reala värdestegringsvinster för anläggningstillgångarna på något påtagligt sätt skulle förändra vår bild av räntabilitetens långsiktiga förändring eller av dess nivå föreligger dock inte.⁶

Våra specialberäkningar av nedskrivna återanskaffningsvärden för industrins realkapitalstockar och av kalkylmässiga avskrivningar har bl a syftat till att ge en bild av den långsiktiga utvecklingstendensen för industrins nettovinster, som är opåverkad av eventuella variationer över tiden i kapitalbehovet i produktionen. Vid en närmare granskning visar det sig emellertid att förändringarna i kapitalinsatsen per krona förädlingsvärde saknar praktisk betydelse för bedömningen av nettovinsternas utveckling. Bruttovinstmarginalen, som beräkningstekniskt är enkel att konstruera, ger i praktiken en mycket god bild av hur den reala räntabiliteten på materiellt kapital har förändrats även under så långa tidsperioder som här analyseras. Detta framgår av figur 3, där både bruttovinstmarginalen och den reala räntabiliteten på materiellt kapital sammanställts. För båda kurvorna i figuren har bruttovinsterna beräk-

nats inklusive reala lagerprisvinster. Ingen hänsyn har tagits till värdestegringsvinster på anläggningskapitalet.

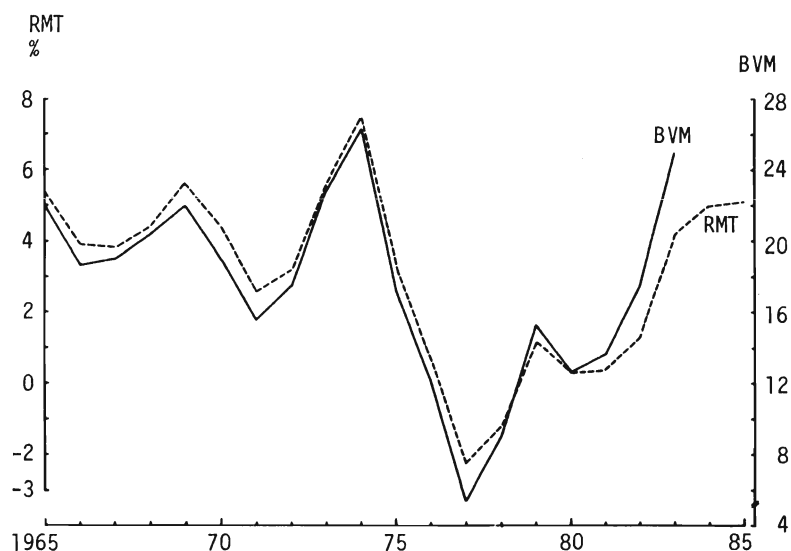
I figur 3 visas också en framskrivning av räntabiliteten på materiellt kapital för åren 1984 och 1985. Framskrivningen baseras på prognoser i Preliminär Nationalbudget 1985 över driftsöverskottens andel av förädlingsvärdet inom tillverkningsindustrin och vi har utnyttjat den ovan konstaterade nära samvariationen i utvecklingen för bruttovinstmarginalen och den reala räntabiliteten. Utvecklingen under 1984 och 1985 innebär att industrins vinster nu ligger klart över genomsnittsnivån för åren 1965-73 - som får representera en "normal" referensperiod - men under t ex rekordåret 1974.

Räntabiliteten på eget kapital

Den reala räntabilitet vi har redovisat ovan gäller som framgått enbart avkastningen på materiellt kapital, innefattande maskiner, byggnader och lager. Det är alltså ett samhällsekonomiskt orienterat mått, inriktat på analys av frågor av typen hur avkastningsmöjligheterna vid realinvesteringar inom industrin förändrats över tiden eller förhåller sig till motsvarande avkastningsmöjligheter inom andra delar av ekonomin. Sett ur bl a företagsledningarnas eller ägarnas synpunkt har det självfallet intresse att uppmärksamma även andra räntabilitetsmått, som drar in avkastningen också av företagets finansiella tillgångar i bedömningen, liksom de olika kostnader i form av ränteutbetalningar m m som är förknippade med företagets finansiering. Ett sådant ägarorienterat mått, som vi kommer att granska i det följande, är räntabiliteten på eget kapital.

Beräkningen av räntabiliteten på eget kapital innebär allmänt sett att det vinstbegrepp vi utnyttjat i det föregående reduceras med nettot av företagets finansiella kostnader och intäkter, varefter återstoden divideras med det egna kapitalet. Men liksom inflationen inverkar på företagets förmögenhetsställning genom en omvär-

Figur 3 Bruttovinstmarginal och real räntabilitet på materiellt kapital
Procent



Anm:

BVM = Bruttovinstmarginal inklusive reala lagerprisvinster
RMT = Real räntabilitet på maskiner, byggnader och lager inklusive reala lagerprisvinster.

dering av realkapitalet innebär den en urholkning av finansiella tillgångar och skulder som är uttryckta i nominella belopp. I en ekonomi där förväntningarna är anpassade till inflationen har denna inflationsurgröpning sin motsvarighet i ökade marknadsräntor, som driver upp både finansiella intäkter och kostnader för företagen. En korrekt real räntabilitetsmätning måste fånga in båda dessa effekter av inflationen. I de beräkningar som redovisas nedan i figur 4 har detta gjorts genom att det redovisade finansiella nettot (ränteutbetalningar minus finansiella intäkter) reducerats med ett belopp motsvarande inflationstakten gånger den (ingående) finansiella nettoskulden (skulder minus finansiella tillgångar).⁷

Ett andra problem vid alla beräkningar av räntabilitet på eget kapital gäller definitionen av det egna kapitalet, eller snarare hur företagens skulder bör avgränsas. Problemet gäller i huvudsak om de skattekrediter företagen kunnat ta upp genom olika bokslutsdispositioner - "överavskrivningar", avsättningar till lagerreserver och investeringsfonder etc - bör behandlas som skulder eller eget kapital.

I formell mening är skattekrediten ett lån. För ett enskilt investeringsprojekt gäller ju att den skattekredit som tas upp i början av projektets livslängd, genom t ex snabb skattemässig avskrivning, i sin helhet kommer att amorteras genom ökade skattebetalningar efter utgången av den skattemässiga avskrivningstiden. Men för företag som bedriver en fortlöpande investeringsverksamhet ställer saken sig annorlunda, genom att det kan ta upp ständigt nya skattekrediter som kan uppväga amorteringen av skattecrediterna från gamla kapitalinvesteringar. Företagets sammanlagda skattekredit får därmed inte samma temporära karaktär som vid en enstaka investering. Vid en fortgående expansion kommer skattekrediten istället ständigt att växa.

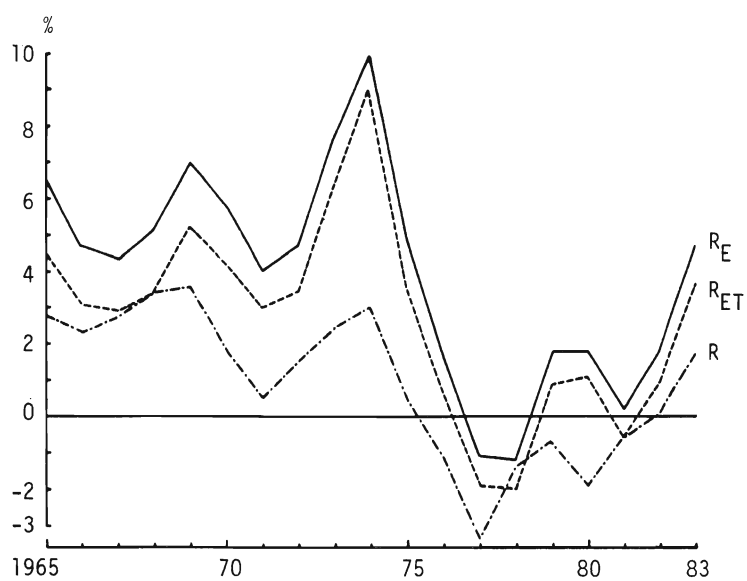
En tidigare IUI-studie av bolagsskattens verkningar ger ett empiriskt stöd åt detta resonemang.⁸ Undersökningen fann, för perioden 1951-76, att industriföretagens sammanlagda skattekredit fortlöpande hade ökat och att någon (netto)amortering inte påtvingats företagen. Med hänsyn till detta framstår det alltså som fullt rimligt att för aggregatet av industriföretag förutsätta en obegränsad löptid för skattecrediterna. Med hänsyn till att skattecrediterna dessutom är räntefria blir den enda rimliga slutsatsen att de för kalkylerna bör räknas till det egna kapitalet, snarare än till skulderna. Slutsatsen ändras inte av erfarenheterna under krisåren 1977-78. Under dessa år betalade industriföretagen visserligen sammanlagt ca 1 700 miljoner i vinstskatt, trots en genomsnittligt sett negativ kapitalavkastning. Den nettoamortering av tidigare upptagna skattekrediter detta innebar, motsvarade emellertid mindre än en femtedel av det belopp varmed skattecrediterna ökade enbart under 1974. Förlusterna under krisåren torde dessut-

om ha gett åtskilliga företag möjligheter att kvitta upplösta obeskattade reserver (bl a lagerreserver) mot stora rörelseunderskott, varigenom skattekrediterna helt enkelt efterskänkts, dvs de var att betrakta som eget kapital.

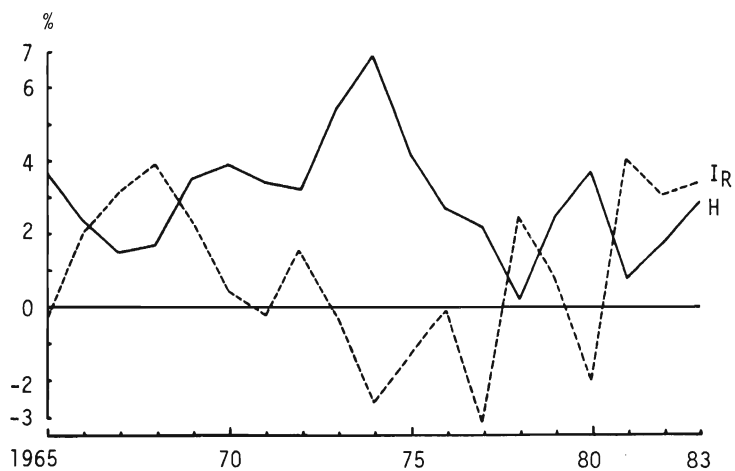
I figur 4A visas, med den heldragna respektive streckade kurvan, den reala räntabiliteten på eget kapital före och efter skatt. I överensstämmelse med resonemanget ovan beräknas räntabiliteten efter skatt genom avdrag av de faktiska skattebetalningarna. Innebörden är att årets förändring i företagets skattekrediter räknas in i årsvinsten. Eftersom det är årsvinsten, som bestämmer förändringen i det egna kapitalet, får nämnare och täljare i räntabilitetsmättet därmed en symmetrisk behandling. I figur 4 visas också, med den punktstreckade kurvan, den reala räntabiliteten på totalt kapital, som inkluderar den reala avkastningen även på företagets finansiella tillgångar. Mättet är mer företagsekonomiskt orienterat än räntabiliteten på materiellt kapital, vilken vi redovisade ovan. De olika räntabiliteterna i figur 4 ger samma bild av den långsiktiga utvecklingen som de tidigare figurerna 2 och 3. Vi kan bl a konstatera att vinstuppgången efter devalveringarna 1981 och 1982 ännu 1983 inte fört upp kapitalavkastningen till nivåer som väsentligt överstiger lågkonjunkturårens 1966-67 och 1971-71.

Räntabiliteten på totalt kapital har sitt speciella intresse i detta sammanhang därför att den möjliggör en beräkning av den sk hävstångseffekten, som visar hur mycket avkastningen på det egna kapitalet (före skatt) överstiger just räntabiliteten på totalt kapital. Hävstångsfaktorns storlek beror av skillnaden mellan räntabiliteten på totalt kapital och företagets genomsnittliga skuld-ränta, och av skuldernas storlek i förhållande till det egna kapitalet.⁹ Hävstångsfaktorn är därmed intressant som ett mått på hur räntabiliteten på eget kapital påverkats av företagets finansiering. Som framgår av figur 4B var hävstångseffekten positiv under hela observationsperioden och uppgick i genomsnitt 1965-83 till 3,0 %. Genomsnittet för räntabiliteten på eget kapital var 3,9 % under samma tid och för räntabiliteten på totalt kapital

Figur 4A Real räntabilitet på totalt kapital (R) och på eget kapital före (R_E) och efter (R_{ET}) skatt
Procent



Figur 4B Hävstångseffekten (H) och real ränta på industriobligationer (I_R)



endast 0,9 %. Nivån för egenräntabiliteten har alltså till den helt övervägande delen bestämts just av hävstångseffekten.

Av flera skäl måste dessa resultat bedömas med försiktighet. För det första bör det noteras att den skuldränta och de räntabiliteter som ligger till grund för beräkningarna alla är genomsnittstal. Hävstångsfaktorns storlek i figuren får därför inte tolkas så att det skulle ha varit möjligt att ytterligare höja avkastningen på det egna kapitalet genom att låna mer. För att besvara dessa frågor krävs information om marginella räntabiliteter och marginella lånekostnader. Men det finns, för det andra, anledning ifrågasätta också de genomsnittstal företagsstatistiken rapporterar. Ett exempel på detta är redovisningen av företagens finansiella intäkter, vilka ingår som en delkomponent i räntabiliteten på totalt kapital. En stor, och särskilt från mitten av 70-talet snabbt växande del av industriföretagens finansiella tillgångar utgörs av aktier i andra företag, och realiserade kursvinster eller -förluster på dessa aktier beaktas inte i statistiken. Under andra hälften av 70-talet med reallt sett fallande börskurser bör detta ha inneburit en överskattning av posten finansiella intäkter och därmed av totalräntabiliteten, medan motsatsen gäller för början av 80-talet. Att en del av företagens lånefordringar inte är räntebärande påverkar däremot knappast vårt mått på totalräntabiliteten, eftersom avsaknaden av ränta på t ex kundfordringar bör motsvaras av större rörelseintäkter.

Också rapporteringen av företagens skuldräntor kan ge en missvisande bild. Att den genomsnittliga skuldräntan, beräknad i förhållande till totala skulder, är låg - i slutet av 70-talet ca 50 % lägre än räntan på långa industriobligationer - förklaras delvis av förekomsten av äldre lån med låg bunden ränta, men också av att en del av företagens skulder inte är räntebärande. Dit hör bl a olika handelsskulder. Om vi, vilket förefaller rimligt, antar att handelsskulderna betingade en "dold" ränta som bakas in i de priser företagen betalar vid sina inköp, föreligger - i förhållande till en korrekt redovisning med öppen räntedebitering - en underskattning i våra beräkningar av storleken av både totalräntabilite-

ten och den genomsnittliga skuldräntan. Eftersom skuldräntan kommer att underskattas mer än totalräntabiliteten finns en tendens till att vi överskattar storleken av hävstångsfaktorn.

Trots att företagens genomsnittliga skuldränta, som nämnts, kraftigt avviker från aktuella marknadsräntor, står det klart att det rådande läget på kapitalmarknaden haft ett direkt och tydligt genomslag på hävstångseffekten. Som framgår av figur 4B är variationerna i hävstångsfaktorns storlek i stort en spegelbild av förändringarna i realräntan - i figuren representerad av den reala räntan på långa industriobligationer. 70-talets växande hävstångsvinster betingades i stor utsträckning alltså av fallande, och under flera år negativa, realräntor. Den tröga och ofullständiga anpassningen i marknadsräntan till den accelererande inflationen under 70-talet fick på detta sätt genomslag i en uppdriven avkastning på eget kapital.

3 Industrins finansiering

De våldsamma svängningarna i industrins vinster och den accelererande inflationen under det senaste decenniet har inneburit motsvarande omkastningar i företagens finansiella situation. Vinstkrisen under 70-talet innebar t ex drastiskt försämrade möjligheter både att självfinansiera investeringarna, och att anskaffa externt kapital med hänsyn till möjligheterna att möta förräntningsanspråken på de finansiella marknaderna. I början av 80-talet var förutsättningarna för anskaffning av riskkapital radikalt annorlunda, dels genom förbättrade självfinansieringsmöjligheter, dels genom att den gynnsamma börskursutvecklingen underlättade nyemissionsverksamheten. I det följande kommer vi att närmare granska industrins finansiering i belysning av det skiftande vinstläget.

Hur används industrins vinster?

Mot bakgrund av vår tidigare genomgång av industrins vinstutveckling redovisas i tabell 1, i schematisk form, hur industriföretagens bruttovinster disponerats för olika ändamål. En första delpost gäller kalkylmässiga avskrivningar (beräknade på ovan angivet sätt), som schablonmässigt kan uppfattas som det belopp företagen årligen måste anslå för reinvesteringar för att hålla sitt realkapital intakt. Vårt sätt att räkna innebär att avskrivnings- eller reinvesteringsbehovet står i en konstant proportion till byggnads- respektive maskinkapitalet. Variationerna i vinstläget innebär därför motsvarande omsvängningar i den andel av bruttovinsterna som måste anslås till reinvesteringar. Speciellt krisåren, innefattade i perioden 1977-80, innebär att bruttovinsterna inte förslog ens till att täcka reinvesteringarna.

Ersättningen till företagets finansiärer - aktieägare och långivare - motsvaras i tabellen av utdelningar, nettosparande och ränteutbetalningar.¹⁰ Att företagets utdelningar uppvisar en hög grad av stabilitet över tiden är väl känt. Som en konsekvens av detta förhållande varierar den andel av bruttovinsterna som disponerats för utdelningar omvänt mot vinstnivån. Särskilt tydligt är detta för krisåren under 70-talet, under vilken period utdelningsbeloppen bibehölls, trots fallande brutto- (och netto-) vinster. Men med hänsyn till företagets dispositioner är det vinstnedplöjningen, eller nettosparandet, som är det avgjort viktigaste sättet att ge aktieägarna del av kapitalavkastningen. Genom nettosparandet ges företagen resurser för expansion, och expansionen skapar i sin tur, långsiktigt sett, förutsättningar för reala kursstegringar på företagets aktier. I tabellen redovisas två alternativ för nettosparandets andel av bruttovinsterna, ett "flödesbaserat" mått och ett realt. Alternativen hänger i sin tur direkt samman med två alternativa synsätt då det gäller att bedöma företagets räntebelastning.

Tabell 1 Bruttovinsternas användning: Reinvesteringar, utdelningar, skatt, ränteutbetalningar och nettosparande
Procent

	Reinves- teringar	Utdel- ningar ^a	Skatt	Ränteutbetalningar ^b		Nettosparande		Summa
				Bokförda	Realt	Flödesbaserat	Realt	
1965-68	46,3	8,5	18,5	9,9	5,1	16,8	21,6	100,0
1969-72	50,1	6,5	15,1	13,9	1,6	14,4	26,7	100,0
1973-76	53,9	4,6	12,9	16,1	-3,0	12,5	31,6	100,0
1977-80	133,3	9,7	21,1	52,1	-8,3	-116,2	-55,8	100,0
1981-83	72,8	6,3	14,6	30,9	13,6	-24,6	-7,3	100,0

a Utdelningar definieras här som nettot av utbetalade och mottagna utdelningar.

b Avser nettot av betalda och mottagna räntor.

Anm: Bruttovinstmättet inkluderar reala lagerprisvinster, enligt figur 1.

De bokförda ränteutbetalningarna, i tabellen definierade som nettot av utbetalade och mottagna räntor, har ökat mycket markant i förhållande till bruttovinsterna sedan andra hälften av 60-talet. En viktig förklaring till detta är uppgången i de nominella marknadsräntorna och som i sin tur hänger nära samman med inflationsutvecklingen. Men som berördes tidigare, har prisstegringarna också en annan inverkan på kostnaderna för företagens upplåning genom den reala urholkningen av skuldbeloppen. Tar vi i kalkylerna hänsyn till denna effekt av inflationen blir bilden av företagens räntebelastning, och därmed av nettosparandet, en helt annan. Inflationsurgröpningen av industrins (netto)skulder har påverkat inte bara nivån för räntenettet, utan också utvecklingstendensen. Realt sett föll räntebelastningen - uttryckt i relation till bruttovinsterna - från andra hälften av 60-talet och under hela 70-talet. Först i och med 80-talet, då nominalräntorna mer fullständigt anpassats till inflationen med stigande realräntor som följd, noterar vi en kraftig uppgång i den reala räntebördan.

De realvärdeförluster för företagens långgivare som registreras i tabellen och som under stora delar av 70-talet medfört en negativ real skuldbörda innebär en motsvarande förändring i företagets förmögenhetsställning i form av ökat realt nettosparande. Medan nettosparandet med hänsyn till enbart bokförda ränteutbetalningar (netto) minskade från 60-talet och under hela 70-talet, ökade det reala nettosparandet ända fram till mitten av 70-talet. Omfördelningen från långgivarna till aktieägarna förstärktes under andra hälften av 70-talet, men genom vinstutvecklingen under krisåren blev det reala nettosparandet ändå kraftigt negativt 1977-80. Det reala sparandet var negativt även i början av 80-talet, trots förbättrade bruttovinstmarginaler och en viktig förklaring till detta var att industriföretagen för första gången sedan 60-talet realt sett fått vidkännas ett positivt och kraftigt ökat räntenetto.

Tabell 1 visar, slutligen, också bolagsskattens andel av industrins bruttovinster. Skatteandelen varierar över tiden enligt samma mönster som vi tidigare konstaterat för utdelningarna. En trolig

förklaring är att redovisningen av beskattningsbar vinst - och därmed både utnyttjandet av olika skatteavdrag och de faktiska skattebetalningarna - i många fall styrs av önskemål ifråga om utdelning. Strävan att uppvisa stabila utdelningar innebär därför också en stabilitet i skattebetalningarna, medförande en "pervers" variation med hänsyn till vinstläget i den andel av bruttovinsterna som faktiskt betalas som skatt. Det bör för övrigt påpekas att den nära kopplingen mellan utdelningsbeteendet och skattebördan delvis döljs i tabellen, genom att redovisningen här avser nettot av betalda och mottagna utdelningar. Mottagna utdelningar är ju i många fall skattefria för företagen.

Vinsterna och industrins finansiering

Det finns ett definitionsmissigt samband mellan företagets vinst och ökningen i det egna kapitalet. Tillväxttakten i det egna kapitalet motsvarar den reala räntabiliteten på eget kapital efter skatt minus utdelningar och plus nyemissioner i procent av eget kapital, eller vilket är samma sak, av det totala nettosparandet plus nyemissioner, räknat i procent av eget kapital. En uppdelning av tillväxten i det egna kapitalet enligt detta mönster framgår av tabell 2.¹¹

Tabellen visar klart vinstutvecklingens helt dominerande betydelse för förändringarna av det egna kapitalet inom industrin. Tendensen förstärks för övrigt av den relativa stabiliteten i utdelningarna och av att nyemissionerna tycks samvariera med räntabilitetsutvecklingen. Den senare omständigheten är självfallet ett uttryck för hur vinstutsikterna inom industrin påverkar börskurserna och som i sin tur bestämmer förutsättningarna för nyemissioner.

Det finns anledning att också i anslutning till tabell 2 betona bristerna i dataunderlaget. SCBs företagsstatistik lämnar exempelvis inga uppgifter om värdestegringar eller förluster på företagens finansiella tillgångar. Denna brist kan på ett systematiskt sätt ha inverkat på våra mätningar av den reala räntabiliteten på eget

Tabell 2 Tillväxten i industrins egna kapital 1965-82 uppdelat på komponenter. Genomsnitt per år

	R_{ET}	U_p	N_p	G_E
1965-68	3,4	1,4	0,4	2,4
1969-72	3,9	1,4	0,4	2,9
1973-76	4,9	1,1	0,6	4,4
1977-80	-0,4	1,1	0,3	-1,2
1981-83	1,3	1,4	(0,8)	(-0,4)

Anm: R_{ET} = real räntabilitet på eget kapital efter skatt (definierad som i figur 4A), U_p = utdelningar i procent av eget kapital, N_p = nyemissioner i procent av eget kapital, G_E = tillväxt i eget kapital. Det gäller att $G_E = R_{ET} - U_p + N_p$; Realt nettosparande enligt tabell 1 är $R_{ET} - U_p$.

För nyemissioner saknas data för 1983 och de inom parentes givna talen avser därför genomsnittet för 1981-82.

kapital och därmed också på de från vinstsidan gjorda kalkylerna av förändringarna i industrins egna kapital. Dessa mätproblem bör hållas i minnet då vi i nästa delavsnitt övergår till att studera industrins soliditetsutveckling.

Industrins soliditet 1951-83

Dekomponeringen i tabell 2 av bestämningsfaktorerna till tillväxten av det egna kapitalet inom industrin får självfallet inte ges någon kausal innebörd. Att t ex säga att minskningen i det egna kapitalet under slutet av 70-talet skulle kunnat undvikas om bara företagen avstått från att lämna utdelningar blir missvisande. I verkligheten bestäms både räntabiliteten på eget kapital och utdelningarna - liksom nyemissionerna - i ett samspel med hänsyn till realiserad och förväntad avkastning på finansiella och reala investeringar och till de förräntningsanspråk som ställs på de finansiella marknaderna.

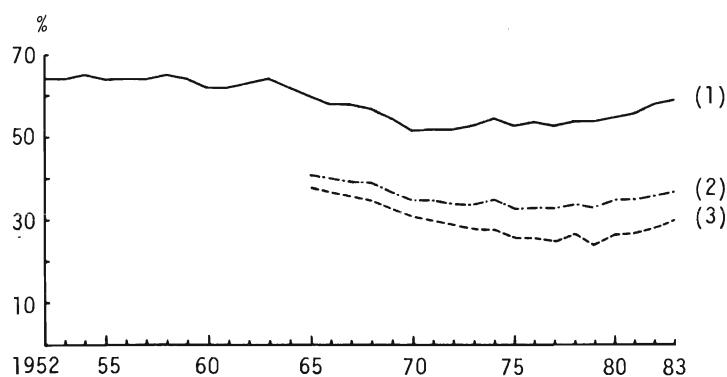
Av samma skäl blir det missvisande att uppfatta företagens upplåning som en ren residual mellan å ena sidan tillgången på eget kapital och å andra sidan ett givet investeringsprogram. En rimligare utgångspunkt är att företagen långsiktigt väljer sin finansiella struktur - proportionen eget och främmande kapital - med hänsyn till de priser det egna och främmande kapitalet betingar på de finansiella marknaderna. Innebörden är att långsiktiga förändringar i skuldsättningen helt enkelt är uttryck för rationella anpassningar från företagets sida till ändrade marknadsförhållanden.¹²

Det egna kapitalets andel av totalt kapital - soliditeten - brukar användas som ett mått på det risktagande som är förknippat med företagets finansiering. Ju lägre soliditeten 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 företagen att motstå t ex konjunkturvariationer i vinstutvecklingen försämras.

Dessa effekter är i sin tur bakgrunden till att särskilt industrins soliditetsutveckling rönt ett betydande intresse i olika utredningar och i den ekonomisk-politiska debatten under det senaste decenniet. Denna debatt har emellertid knappast gett någon klarhet i hur soliditeten inom industrin förändrats i ett långsiktigt perspektiv. Ett skäl härtill är att kalkyler av soliditeten ger olika resultat beroende på vilket räkenskapssystem som utnyttjats. Figur 5 illustrerar detta förhållande.

Den översta heldragna kurvan i figuren visar soliditeten enligt en real mätning, där eget och totalt kapital definierats på samma sätt som i de ovan redovisade räntabilitetsberäkningarna. Realkapitalet - maskiner och byggnader - är alltså värderat till återanskaffningspriser och med hänsyn tagen till beräknad ekonomisk värdeminskning. Företagens skattekrediter har förts till det egna kapitalet och skälen till detta är desamma som vi redovisade ovan i anslutning till beräkningarna av real räntabilitet: Solidite-

Figur 5 Soliditeten inom industrin 1965-83 (1952-83). Alternativa definitioner



Anm:

- (1) Real soliditet. Realkapitalet värderat till återanskaffningspriser. Skattekrediterna inräknade i eget kapital.
- (2) Som (1) men skattekrediterna ej inräknade i eget kapital.
- (3) Bokföringsmässig soliditet. Realkapitalet upptaget till bokfört värde. Skattekrediterna ej inräknade i eget kapital.

ten är intressant som ett mått på de bindningar på framtida utbetalningar som är förknippade med företagets finansiering. Skatte-krediter medför emellertid föga av bindningar för framtiden då de ju i praktiken är både ränte- och amorteringsfria. Med hänsyn till detta förefaller det rimligare att vid mätningen av soliditeten hänföra skattekrediterna till det egna kapitalet än till skulderna.

Som framgår var soliditeten, enligt denna reala mätning, relativt stabil under 10-årsperioden 1952-62 för att sedan falla med ca 10 procentenheter under loppet av 6-7 år. Den låg sedan kvar på ungefär samma nivå under större delen av 70-talet. Slutet av 70-talet tycks markera en ny vändning och 1983 års nivå för soliditeten närmar sig den som gällde två decennier tidigare.

Man kan spekulera om orsakerna till dessa förändringar i solidite-

ten mot slutet av 60-talet och i början på 80-talet. I en ekonometrisk analys av industrins finansiering fram till mitten av 70-talet, som ingick i IUIs långtidsbedömning 1979, tolkades den sjunkande soliditeten från mitten av 60-talet just som en rationell anpassning från företagets sida till en förändrad utbudsstruktur på kapitalmarknaden. Företagen hade råd att sänka soliditeten, därför att det "riskpremium" ägargrupperna eftersträvar då sänktes, samtidigt som lånekapitalet blev billigare och mer tillgängligt. Härigenom kunde företagen, utan att driva upp kostnaderna för finansieringen, öka belåningsgraden.

Det förefaller rimligt att ge en förklaring i samma termer till den successiva uppgången i soliditeten från slutet av 70-talet. Det växande förtroendet för ekonomins stabilitet och tillväxtmöjligheter som manifesterades i krympande "riskpremium" under 60-talet vändes under 70-talet till sin motsats. Den höga inflationstakten och de våldsamma svängningarna i räntabiliteten under dessa år är ett par i raden av tecken på en osäkrare omgivning för företagen, som bör ha inneburit en växande aversion mot hög skuldsättning. Mer konkret kan vi också peka på de kraftiga stegringarna i de reala låneräntorna och de väsentligt förbättrade möjligheterna för företagen att dra till sig nytt riskkapital genom aktieemissioner, som följde av börskursernas uppgång under 80-talets första år.

Den mellersta, punktstreckade, kurvan i figur 5 visar innebörden för soliditetstalen av den alternativa synen på företagets skatte-krediter. Då skattekrediterna jämföras med skulder fortsätter alltså nedgången i soliditeten under nästan hela 70-talet. Den snabba tillväxten av skattekrediterna under 70-talet förklaras för övrigt av flera förändringar i företagsbeskattningen som innebar förbättringar för företagen. Det gällde bl a gynnsammare avskrivningsregler för byggnader och framför allt ett allt frekventare utnyttjande av investeringsfondssystemet.

Den i debatten vanliga föreställningen, att krisen i svensk industri under andra hälften av 70-talet också resulterade i en urholk-

ning av företagens balansräkningar med en dramatisk nedgång i soliditeten, bygger emellertid oftast på kalkyler av det slag som visas med den undre kurvan i figuren. Soliditeten har här beräknats med utgångspunkt från i företagsstatistiken redovisade bokförda värden av företagens tillgångar. De bokförda värdena av maskiner och byggnader präglas, som bekant, av skattelagstiftningens värderingsnormer, som bl a bygger på tillgångarnas historiska anskaffningskostnader. Jämförelsen mellan den undre och den övre kurvan i figuren visar på ett klagörande sätt hur en bokföringsmässig mätning av soliditeten på ett effektivt sätt döljer det faktum att en stor del av skuldsättningen under 70-talet helt enkelt var en ersättning för inflationens reala amortering av skulderna och därmed inte heller, realt sett, representerade en försämring av soliditeten. Att soliditeten under krisåren ändå upplevdes som för låg av många företag med hänsyn till vinstutvecklingens inverkan på förutsättningarna att möta kraven på betalningar av räntor och amorteringar är naturligtvis en helt annan sak och en av flera orsaker till den uppgång i soliditeten vi nu iakttar.

3 Industrins tillgångsstruktur

I de föregående avsnitten redovisades industrins vinster och finansieringsförhållanden under bl a krisåren i slutet av 70-talet. Utvecklingen motsvarades på den reala sidan av en stagnerande eller fallande industriproduktion och en drastisk minskning i företagens investeringar i maskiner och fast anläggningskapital. Produktionsnivån 1982, efter krisåren, var exempelvis inte mycket högre än tio år tidigare, och under hela perioden 1976-82 minskade maskininvesteringarna årligen med i genomsnitt 5 % och byggnadsinvesteringarna med 12 %.

De djupgående obalanser som avspeglas av dessa siffror förstärktes och förlängdes av en påfallande trög anpassning i pris- och kostnadsstrukturen till nya förutsättningar på industrins konkurrensmarknader. Som ett resultat bromsades expansionen inom de "strukturfriska" delarna av industrin och fördröjdes en långsiktig

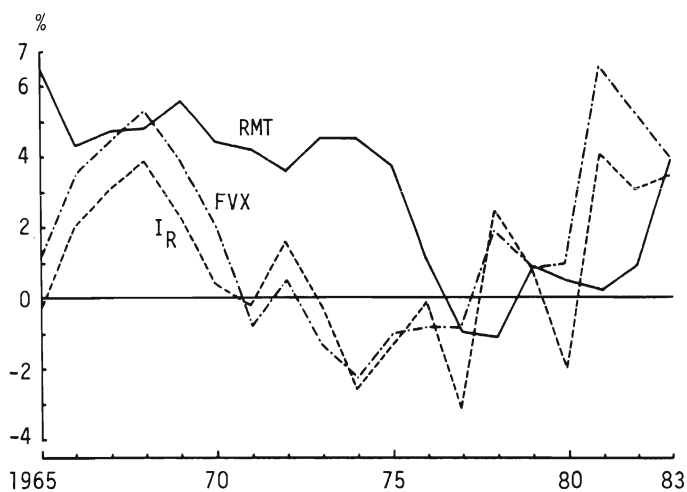
tigt nödvändig omallokering av de reala produktionsresurserna. I våra aggregerade data avspeglas detta just som en utdragen vinstkris för industrin. Men parallellt med vinstkrisen noteras från slutet av 70-talet en viktig förändring på kapitalmarknaderna i form av en bättre anpassning av marknadsräntorna till inflationen. Med de stigande realräntorna påverkades också förutsättningarna för industriell kapitalbildning genom att - allt annat lika - finansieringskostnaderna för realinvesteringarna drevs upp. Alternativt uttryckt ökade incitamenten att investera i olika finansiella placementsobjekt snarare än i osäker och för framtiden förpliktande realinvesteringar. En illustration till detta ges i figur 6, som visar real räntabilitet på materiellt kapital och den reala marknadsräntan.

I det följande kommer vi att belysa några aspekter på dessa utvecklingstendenser genom att granska de förskjutningar som inträffat i industrins tillgångsstruktur. Vi rör oss, som tidigare, med grova aggregat och analysen blir bl a därför med nödvändighet högst tentativ.

I figurerna 7 och 8 visas en uppdelning av industriföretagens totala kapital på olika delposter. Av den mycket grova indelningen i figur 7 framgår att maskin- och byggnadskapitalet något ökat sin andel och samma sak gäller också för företagens totala finansiella tillgångar. Den ökade andelen för dessa poster motsvarades av en ganska kraftig nedgång i lagerstockarna över hela tidsperioden. De krympande lagerstockarna är rimligen ett uttryck för ökade alternativkostnader i lagerhållningen genom realräntornas uppgång men också för förbättrad teknik i produktions- och lagerstyrningen. Den mycket måttliga uppgången i totala finansiella tillgångar - med en i stort sett oförändrad relation till maskin- och byggnadskapitalet - döljer emellertid kraftiga förskjutningar mellan olika typer av finansiella tillgångar. Detta framgår av figur 8, där den översta kurvan hämtats från figur 7.

Vi kan alltså i figur 8 konstatera en mycket påtaglig förskjutning mot en ökande andel av räntebärande finansiella tillgångar.

Figur 6 Real kapitalavkastning och reala marknadsräntor 1965-83



Anm:

RMT = Real räntabilitet på maskiner, byggnader och lager

IR = Real ränta på industriobligationer

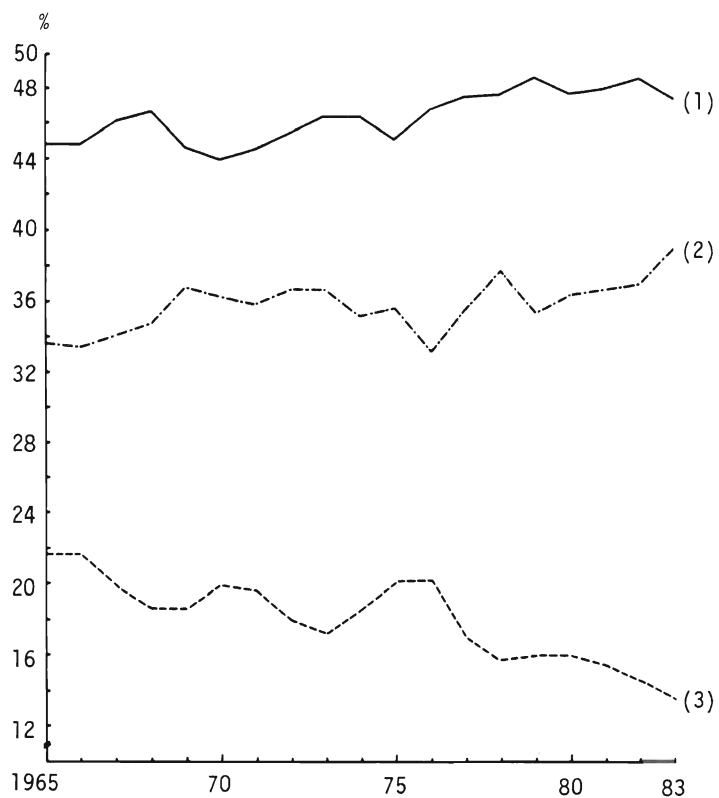
FVX = Real ränta på finansväxlar

Skillnaden RMT-IR: 1965-68: 2,9 %, 1969-72: 3,5 %, 1973-76: 4,5 %, 1977-80: -0,1 %, 1981-83: -1,9 %.

Företagens handelskrediter och kassakapital, som normalt inte löper med ränta, har samtidigt minskat i förhållande till totalt kapital.

I debatten har företagens finansiella investeringar särskilt förknippats med förändringarna på kapitalmarknaden under senare år, med bl a stigande realränta och en förskjutning i relationen mellan den observerade genomsnittliga avkastningen på materiellt kapital och den reala låneräntan (se figur 6). Frågan är nu i vilken utsträckning vi kan se utvecklingstendenserna i figur 8 som belegg för ett sådant orsaksförhållande. I det följande redovisas en

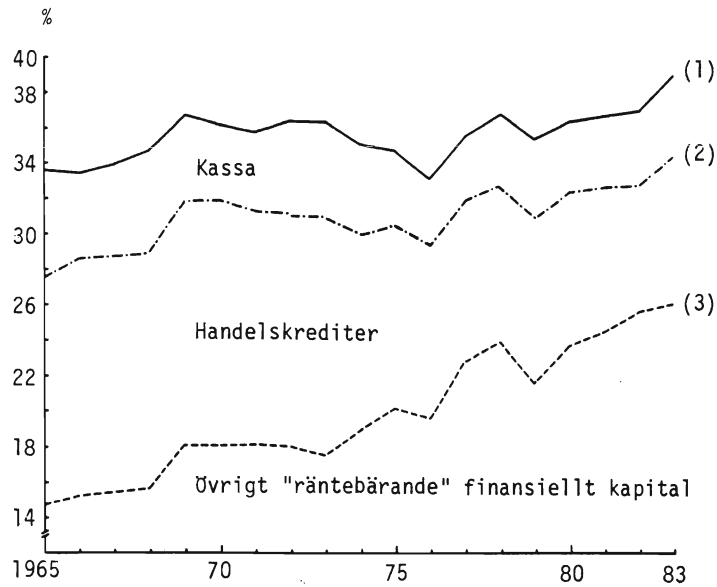
Figur 7 Industrins kapitalstruktur: Materiellt kapital, lager, finansiella tillgångar. Procentuella andelar av totalt kapital



Anm:

- (1) Materiellt kapital: Maskiner och byggnader
- (2) Finansiellt kapital: Kassa, handelskrediter och övrigt finansiellt kapital
- (3) Lager

Figur 8 Industrins kapitalstruktur. Finansiella tillgångar i procent av totalt kapital 1965-83



Anm:

- (1) Totalt finansiellt kapital (kassa, handelskrediter, övrigt "räntebärande" finansiellt kapital)
- (2) "- exklusive kassa
- (3) "- exklusive kassa och handelskrediter

högst tentativ analys av bestämningsfaktorerna till industrins finansiella tillgångar utifrån vårt statistiska material.

Vi har anpassat en enkel linjär ekvation för andelen räntebärande finansiellt kapital av totalt kapital under åren 1966-83 (andelen framgår av den nedre kurvan i figur 8). Estimationen har utförts med hjälp av den vanliga minsta kvadratmetoden och bygger på ekvationen

$$AF = \alpha_0 + \alpha_1 REL + \alpha_2 VM + \alpha_3 q$$

där REL är den relativa avkastningen på finansiella placeringar, uttryckt som kvoten mellan den reala marknadsräntan och den reala räntabiliteten på materiellt kapital (FVX resp RMT enligt figur 6). VM är industrins bruttovinstmarginal (se figur 1) dividerad med ett index för kapacitetsutnyttjandet och q är "Tobins q ", dvs ett mått på aktiemarknadens värdering av det egna kapitalet i företagen. I denna enkla modellformulering förväntar vi oss att koefficienterna α_1 och α_2 är positiva och α_3 är negativ.

Variabeln VM mäter hur vinstläget och därmed också tillgången på finansiella resurser förändrats över tiden. Variabeln är "normaliserad" med hänsyn till kapacitetsutnyttjandet. Tanken är att vi därigenom kan fånga in variationerna i tillgången på vinstmedel, oberoende av om det samtidigt inträffat förändringar i kapacitetsutnyttjandet som kunde motivera ökade (eller minskade) realinvesteringar.

"Tobins q " är en term som använts för att beteckna aktiemarknadens värdering av företagens substansvärde eller eget kapital. En extrapolering av data från en tidigare IUI-studie (Södersten-Lindberg, 1983, s 79) - som omfattar åren 1970-80 och som strängt taget enbart gäller ett aggregat av 13 större verkstadsföretag - visar att denna marknadsvärdering var ca 90 öre per krona eget kapital år 1965. Under 70-talet föll dock "q-kvoten" successivt till ett bottenvärde på endast drygt 30 öre 1980. Den gynnsamma utvecklingen på börserna under början av 80-talet drev sedan upp marknadsvärderingen påtagligt till drygt 75 öre per krona eget kapital 1983.

Att aktiemarknaden värderar substansvärdet eller det egna kapitalet till mindre än en krona, räknat per investerad krona behöver inte vara uttryck för en ojämvtiktssituation. För hushållen, och i någon mån också för olika institutionella aktieägare, gäller nämligen att vid aktieplaceringar är värdestegringsvinster avsevärt lindrigare beskattade än utdelningsinkomster. Denna skillnad i skatetryck skapar en inlåsnings effekt, som gör det förenligt med privat-ekonomisk lönsamhet att företagen, vid finansiering med behållna

vinstmedel, accepterar även sådana investeringar som ökar företagets marknadsvärde med mindre än en krona, räknat per investerad krona (se t ex Bergström-Södersten, 1981, Bradford, 1981).

Vad som är intressant i detta sammanhang är emellertid att då "q-kvoten" är avsevärt lägre än ett har enskilda företag möjligheten att via egna aktieköp få tillgång till produktionsresurser till en lägre kostnad än genom egna realinvesteringar. Genom att inkludera "q-kvoten" som argument i regressionsekvationen fångar vi in denna möjlighet och ger ytterligare en tänkbar förklaring till den växande andelen finansiellt kapital.

Resultatet av vår ekonometriska undersökning redovisas i tabell 3. Koefficientskattningarna för förklaringsvariablerna har förvänt-

Tabell 3 Regressionsskattning av bestämningsfaktorerna till andelen räntebärande finansiellt kapital

Ekvation för	Förklaringsvariabler				DW	R ²
	Konstant term	Relativ avkastning	Vinstmarginal	"q"-kvot		
Andel finansiellt kapital	0,038	0,184* (1,98)	0,101** (3,34)	-0,106** (5,24)	1,98	0,894

Anm: "q"-kvoten ("Tobins q") är kvoten mellan börsvärdet och återanskaffningsvärdet för eget kapital.

"Vinstmarginal" är bruttovinstmarginalen enligt figur 1, "normaliserad" för variationer i kapacitetsutnyttjandet.

"Relativ avkastning" är kvoten mellan den reala marknadsräntan och den reala räntabiliteten på materiellt kapital.

** och * anger att koefficientskattningen är signifikant skild från noll vid enkelsidigt t-test, på 1 resp 5 procents nivå.

t-värden anges inom parentes.

tade tecken och precisionen i estimaten är god. Ekvationen förklarar nästan 90 % av de faktiska variationerna i andelen räntebärande finansiellt kapital och DW-måttet tyder inte på förekomst av autokorrelation i residualerna.

En intressant fråga är vad de olika förklaringsfaktorerna betytt för förändringarna i andelen finansiellt kapital under olika perioder. Bidraget från en viss förklaringsfaktor till andelens förändring kan beräknas direkt från regressionsekvationen genom att man multiplicerar faktorns regressionskoefficient med den inträffade förändringen i faktorn under perioden. Resultatet av dessa beräkningar återges i tabell 4.

Tabell 4 Olika förklaringsfaktorers bidrag till förändringarna i andelen räntebärande finansiellt kapital
Procentenheter

	Faktisk förändring	Bidrag från förändring i			Skattad förändring
		Relativ avkastning	Vinstmarginal	"q"-kvot	
1966-69	2,9	0,6	0,4	1,9	2,9
1969-72	0,0	-0,4	0,0	1,2	0,8
1972-76	1,5	-0,0	1,0	1,5	2,5
1976-80	4,2	0,8	-0,4	1,7	2,1
1980-83	2,2	0,4	4,3	-1,3	3,4

Anm: Bidragen till den skattade förändringen i andelen finansiellt kapital från respektive förklaringsfaktor har erhållits genom multiplicering av variabelns regressionskoefficient med dess ökning under perioden.

Som framgår har den fallande marknadsvärderingen av det egna kapitalet ("q-kvoten") från 1966 till 1980 varit den avgjort viktigaste faktorn bakom ökningen i andelen finansiellt kapital under denna period. En möjlig tolkning av detta är, som påpekats, att de fallande börskurserna gjorde köp av andra företag till attraktiva alternativ till egna realinvesteringar för många företag. Under 80-talet ökade "q-kvoten" och bidrog därmed till att sänka andelen finansiellt kapital.

Den relativa avkastningen för finansiella placeringar - här mätt genom faktorn REL - har varierat kraftigt under observationsperioden. Under den första hälften av 70-talet föll avkastningen och bidrog därmed till att minska omfattningen av industrins finansiella investeringar. Motsatsen gällde för andra hälften av 70-talet och början av 80-talet. Förändringarna i den relativa avkastningen har dock genomgående haft en väsentligt mindre inverkan på andelen finansiellt kapital än förändringarna i "q-kvoten".

Också vinstutvecklingens inverkan på innehavet av finansiellt kapital har skiftat. Vinstkrisen under andra hälften av 70-talet hade en återhållande effekt på företagens finansiella investeringar. Det förbättrade vinstläget i början av 80-talet har däremot på ett påtagligt sätt drivit upp andelen finansiellt kapital. Vinstuppgången under dessa år kom till stånd som ett resultat av bl a devalveringarna 1981 och 1982 snarare än genom en ökning i produktionsvolym och kapacitetsutnyttjande. Genom att det låga kapacitetsutnyttjandet inte motiverade ökade realinvesteringar, innebar vinstuppgången därför en kraftig stimulans till att investera i finansiellt kapital.

Den ekonometriska undersökning som presenterats här ger alltså ett empiriskt stöd åt vårt allmänna resonemang om hur förändringarna på kapitalmarknaden och förskjutningarna i relationen mellan avkastningen på finansiella och reala placeringsalternativ inverkat på industrins tillgångsstruktur. Analysen är emellertid högst tentativ, vilket bör hållas i minnet vid tolkningen av resultaten. Vi rör oss ju bl a med grova aggregat av företag inom

olika industribranscher för vilka förhållandena skiljer sig kraftigt. Också posten "räntebärande finansiellt kapital" (som är den beroende variabeln i regressionskvationen) är ett aggregat som innefattar både lånefordringar av olika slag och företagens aktieplaceringar. Rimligen varierar bestämningsfaktorerna mellan olika typer av placeringsobjekt. Det är sannolikt viktigt i en orsaksanalys att också skilja mellan å ena sidan placeringar i företag inom den egna koncernen och å andra sidan placeringar i utomstående företag eller i t ex statspapper. Någon sådan uppdelning har dock inte kunnat göras inom ramen för denna uppsats.

I den ekonomisk-politiska debatten framförs ibland uppfattningen att ökningen av de finansiella investeringarna skulle vara en viktig och självständig faktor bakom nedgången i industrins realinvesteringar under det senaste decenniet. Det samband som finns mellan finansiella och reala investeringar är emellertid inte av något nytt slag. Företagens investeringsbeslut måste ju alltid fattas med hänsyn till de förräntningsanspråk som ställs på de finansiella marknaderna, dvs med hänsyn till de alternativa avkastningsmöjligheter som kan stå till buds. Det nya som inträffade efter mitten av 70-talet var i stället att företagens möjligheter att möta aktuella förräntningskrav och täcka kapitalkostnaderna vid realinvesteringar drastiskt försämrades genom utvecklingen av kapacitetsutnyttjande och produktionskostnader och genom förändrade riskbedömningar. De ökade finansiella investeringarna är en avspiegling av bl a dessa förändringar på den "reala" sidan.

En viktig fråga i detta sammanhang är hur industrins finansiella investeringar har inriktats på olika sektorer av ekonomin. Problemet gäller bl a i vilken utsträckning de medfört en omfördelning av sparanderesurserna inom den egna industrisektorn - genom t ex utlåning mellan företagen - resp inneburit en kanalisering av sparande till olika användningar utanför industrin. Utlåningen mellan företagen har rimligen haft en positiv inverkan på tillväxten genom att möjliggöra just en omfördelning av finansiella resurser till företag som haft lönsamma investeringsprojekt men inte egna vinstmedel i tillräcklig omfattning. Effektivitetsproblemet i detta

sammanhang berör snarast frågan hur företagen väljer att styra sin utlåning i förhållande till hur motsvarande styrning skulle genomföras av t ex bankerna.

En otillräckligt uppmärksammas aspekt på industrins finansiella investeringar gäller skattefaktorns betydelse. Som påpekats tenderar skattesystemet att "låsa in" vinstmedel i de företag där de genererats genom den omständigheten att utdelningsinkomster i hushållens och vissa institutionella ägares händer är avsevärt hårdare beskattade än motsvarande värdestegringsvinster. Inlåsningseffekten innebär att företaget, i valet mellan att genomföra realinvesteringar finansierade med behållna vinstmedel och att öka sina utdelningar, kan acceptera en avkastning på realinvesteringarna som är lägre än marknadsräntan. Det belopp aktieägarna uppoffrar genom en utebliven utdelningsökning reduceras ju kraftigt av beskattningen. Möjligheten till finansiella investeringar förändrar emellertid denna valsituation.

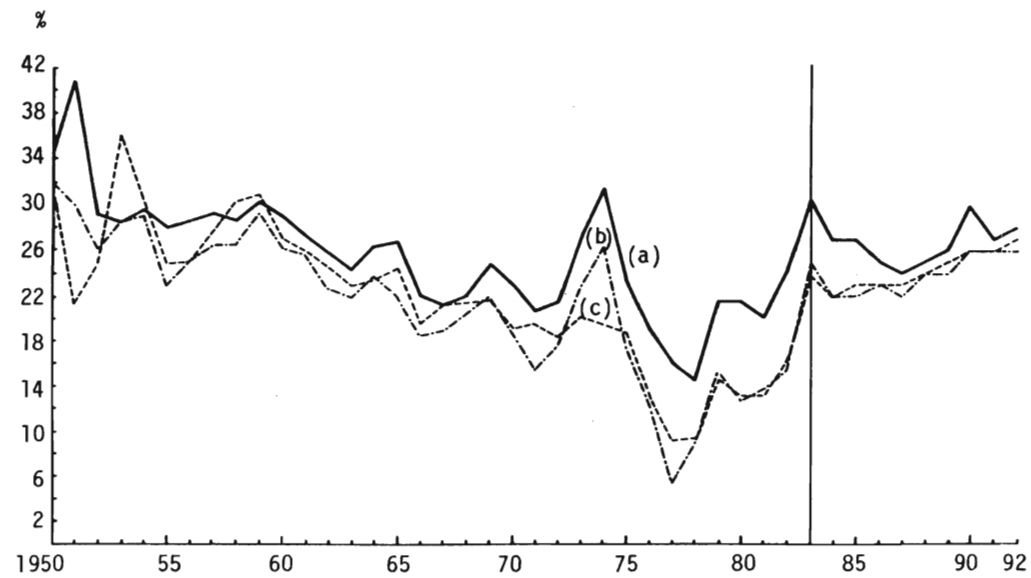
Genom företagens köp av aktier i andra företag kan aktieägare med en diversifierad portfölj direkt tillföras vinstmedel, utan den kraftiga skattemässiga beskärning en motsvarande utdelningsökning skulle medföra. Den begränsning av "inlåsningseffekten" som följer med att finansiella investeringar är alternativ både till egna realinvesteringar och ökade utdelningar, bör på motsvarande sätt ha betydelse för det avkastningskrav företaget ställer på sina realinvesteringar.

APPENDIX

Med figurerna A1 och A2 kompletteras den tidigare redovisningen av industrins vinstutveckling 1965-83 dels med motsvarande uppgifter för åren 1950-65, dels med en framskrivning för åren t o m 1992. Beräkningarna för åren 1950-65 baseras på uppgifter från Special Study F i Industrikonjunkturen, hösten 1976 (Eliasson 1976) och egna beräkningar av industrins realkapitalstockar enligt den metod som redovisades i avsnitt 2 ovan.

Framskrivningen av industrins vinstmarginaler och reala räntabilitet bygger på data från det s k referensfall som konstruerats med hjälp av UIs MOSES-modell. För en närmare presentation av dessa data (utvecklingen av industrins förädlingsvärde, realinvesteringar, lagerstockar och vinstandelar) hänvisas till långtidsbedömningens huvudtext, kapitel VI.

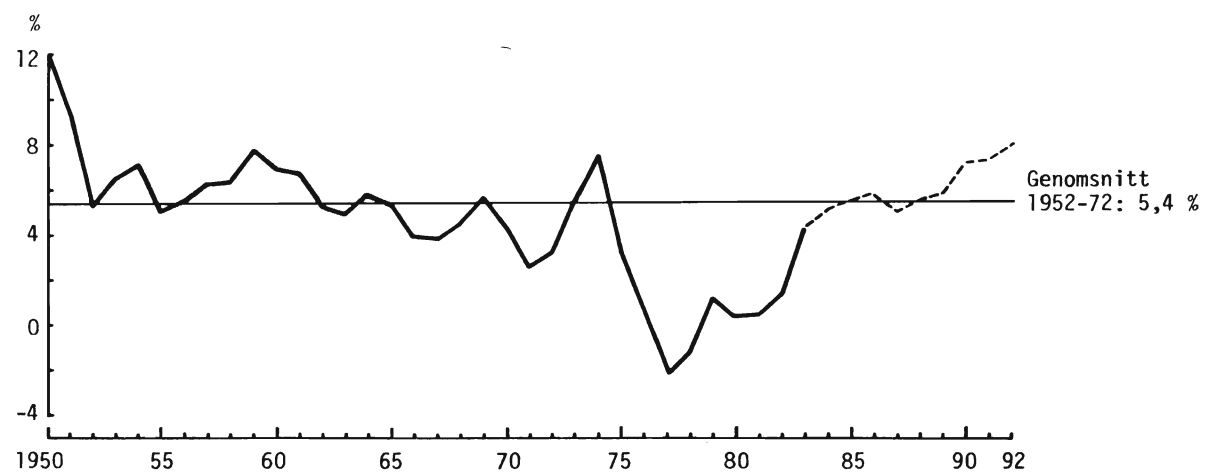
Figur A1 Industrins bruttovinstmarginal 1950-92. Alternativa definitioner



Anm:

- (a) Bruttovinst inklusive nominella lagerprisvinster
- (b) Bruttovinst inklusive reala lagerprisvinster
- (c) Bruttovinst exklusive lagerprisvinster

Figur A2 Real räntabilitet på materiellt kapital 1950-92



Anm: Real räntabilitet på materiellt kapital definieras här på samma sätt som i figur 2, avsnitt 2 (se kurvan RMT)

NOTER

¹ I Appendix presenteras bruttovinstens andel av industrins förädlingsvärde för åren 1950-65 jämte en framskrivning till 1992.

² Som framgår av figur A1 i Appendix var vinstuppgången under den s k Koreakonjunkturen i början av 50-talet också i hög grad ett inflationsfenomen.

³ Se figur A1 i Appendix för en motsvarande analys av vinstutvecklingen under Koreakrisen i början av 50-talet.

⁴ Se Södersten-Lindberg (1983, s 51 ff) för en utförligare redogörelse.

⁵ SCBs beräkningar av ekonomiska avskrivningar och nettokapitalstockar (vilka inte publiceras) bygger i praktiken på samma avskrivningstal, dvs 7,7 % för maskiner och 2,6 % för byggnader. Se Södersten-Lindberg (1983, s 51) för en närmare redogörelse.

⁶ Den skilda utvecklingen av räntabilitetsmått för 1969 hänger samman med övergången från oms till moms detta år. Då omsen avskaffades bortföll skatten på investeringsvaror, vilket medförde att prisindex för investeringsvaror sjönk. Detta registreras som en kapitalförlust i räntabilitetsmått RMTCG.

⁷ I många av de räntabilitetsmätningar för svensk industri, som publicerats under det senaste decenniet, förbises denna dubbla effekt av inflationen, genom att man i vinstmättet enbart beaktat flödet av finansiella kostnader och intäkter.

Samma kritik kan för övrigt riktas mot olika vanligen förekommande mätningar av den s k räntetäckningsgraden, varmed förstås den andel av bruttovinsten som intecknats för ränteutbetalningar. Den konstaterade uppgången i denna kvot har felaktigt tolkats som ett entydigt mått på en ökande finansiell belastning för företagen. I själva verket innehåller nominalräntorna - och därmed företagens ränteutbetalningar - i tider av inflation ett element av real låneamortering, som automatiskt driver upp "räntetäckningsgraden". Industrieföretagens reala "debt service" behöver i verkligheten inte alls ha ökat i den utsträckning som de nämnda mätningarna tycks utvisa.

⁸ Södersten (1978).

9 Sambandet framgår av det välkända uttrycket

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

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

10 Utdelningarna räknas här netto, dvs som differensen mellan av industriföretagen utbetalda och mottagna utdelningar. Motsvarande nettoberäkning har gjorts för ränteutbetalningarna.

11 Utdelningar är här räknade brutto, dvs utan avdrag för av företagen mottagna utdelningar. Mottagna utdelningar ingår i stället i vinstmålet för R_{ET} ; Förfarandet påverkar inte storleken av reall nettosparande, $R_{ET} - U_p$.

12 Se t ex Eriksson-Södersten (1979) för en ekonometrisk analys av industrins skuldsättning utifrån en sådan utgångspunkt.

REFERENSER

- Bergström, Villy, och Södersten, Jan, 1981, "Double Taxation and Corporate Capital Cost" i Eliasson, G, och Södersten, J, 1978 (eds), Business Taxation, Finance and Firm Behavior, IUI Conference Reports 1981:1, Industriens Utredningsinstitut, Stockholm.
- Bradford, David, 1981, The Incidence and allocation effects of a tax on corporate distributions, Journal of Public Economics, 15, 1981.
- Eliasson, Gunnar, 1976, Profit Performance in Swedish Industry. Special Study F. Industriekonjunkturen, Hösten 1976, Sveriges Industriförbund.
- Eriksson, Göran, och Södersten, Jan, 1979, "Industrins finansiering och tillgångsstruktur" i Kalkyler för 80-talet, Specialstudier för IUIs långtidsbedömning 1979, Del 2, Industriens Utredningsinstitut, Stockholm.
- Södersten, Jan, 1978, "Bolagsbeskattningens verkningar" i Normann, G, och Södersten, J, Skattepolitisk resursstyrning och inkomstutjämnning, Industriens Utredningsinstitut, Stockholm.
- Södersten, Jan, och Lindberg, Thomas, 1983, Skatt på bolagskapital, Forskningsrapport nr 20, 1983, Industriens Utredningsinstitut, Stockholm.