

1005

Finansierings- problem inom industrin?

Av Gunnar Eliasson

Självfinansieringsgraden inom industrin har under senare år varit föremål för en ökande uppmärksamhet i den ekonomiska debatten. Ursprunget till denna diskussion och de farhågor som ventilerats kan säkerligen spåras till den förändring i det industriella finansieringsmönstret, som inträffat under 60-talet.

Från en markerad och exceptionell toppnotering åren 1958 och 1959 sjönk industrins självfinansieringsgrad snabbt åren 1960 till 1963, varefter en mindre återhämtning kan registreras åren 1964 och 1965.

Man har frågat sig om denna fallande självfinansieringsgrad kan vara ett symptom på finansiella störningar som påverkar företagets vilja såväl som förmåga att investera och expandera. Problemet som sådant är i allra högsta grad centralt, inte minst mot bakgrunden av de expansionsmål som formulerats i den nyligen presenterade långtidsutredningen.

Det är därför med glädje man välkomnar det bidrag till konkretisering på detta område som publicerats av Industriens Utredningsinstitut, i Bengt-Göran Löwenthals studie över "Industrins Finansiering 1955—62" (Uppsala 1966).

Löwenthals studie, vilken täcker åttaårsperioden 1955—1962, utgör en direkt fortsättning på och en utvidgning av den IUI-undersökning kring samma problem under 50-talets första hälft, som utförts av professorn Erik Dahmén. Liksom i denna undersökning spelar hos Löwenthal självfinansieringsfrågorna en central roll.

Även om avsikten bakom Löwenthals studie ej varit att ta ställning till hur mera långsiktiga finansieringsfaktorer kan tänkas vara av betydelse för den industriella tillväxten och expansionsviljan synes det vara möjligt att indirekt från hans slutsatser och omfattande tabellmaterial komma fram till vissa resultat även på denna punkt.

Något oväntat utfaller ur Löwenthals studie det resultatet att självfinansieringsgraden i själva verket förhållit sig tämligen konstant under den studerade perioden. Detta resultat uppnås genom en mindre — men väsentlig — omdefiniering av självfinansieringsmättet.

● En teori

Med självfinansieringsgraden menas vanligen företagets finansiering (per period/år) med egna medel från den löpande rörelsen (bruttosparandet) dividerat med deras investeringar samma år (inkl eller exkl lagervariationer).

Själva tanken att kalkylera fram ett sådant mått bygger i sin tur på vissa teorier om hur företagen önskar finansiera sin investeringsverksamhet. Många skäl (riskattityder etc) kan i själva verket framläggas för att företagen gärna ser att långsiktiga finansiella åtaganden hålles inom ramen för de egna finansiella resurserna. Investeringsverksamheten kan sägas utgöras av dylika åtaganden, från vilka en ofta osäker avkastning återflyter till företagen under en lång följd av år. Erfarenheterna från de flesta privatkapitalistiskt organiserade industriländer pekar på företagarbeteenden som är förenliga med denna i och för sig mycket enkla hypotes.

Om vi tills vidare godtar denna bild som en förklaring bör vi alltså kunna vänta oss att finna vissa samband mellan företagets investeringar och sparande över tiden. Ett bekvämt, lättberäknat men grovt mått, vilket kan användas för ett studium av sådana samband, utgör just självfinansieringsgraden, definierad för en viss tidsperiod.

● Statistiska beräkningar

De beräkningar över självfinansieringsgraden som hittills utförts har i huvudsak gällt

summauppgifter för hela industrisektorn eller branschgrupper från Statistiska Centralbyråns sk vinststatistik. Men i dessa mått blandas alla upptänkliga typer av företag i olika expansionsstadier och finansieringssituationer. Data för ett företag som "sparat" mycket men investerat litet ett år och i stället byggt upp sin likviditet summeras med motsvarande uppgifter för ett företag som finansierat en omfattande investeringsverksamhet med upplåning på kapitalmarknaden och/eller dragit ned från tidigare år ackumulerade finansiella tillgångar. Nettoresultatet från sådana beräkningar berövas lätt den information man (och med man menar vi här kanske främst de konjunkturbevakande myndigheterna) i själva verket vill ha och behöver för att belysa de problem som främst pockar på en lösning.

Löwenthal har givit sig i kast med det tålamsprövande arbetet att i detalj insamla data för och utföra samma beräkningar på ca 350 stycken enskilda företag. Kalkylerna bygger på vinststatistiken som kompletterats från företagets redovisade balansräkningar. Vi har därför redan från början anledning att vänta oss att ny och intressant information om finansieringsmönstret hos svenska industriföretag skall utkristallisera sig ur dessa kalkyler.

På grundval av de individuella företagsuppgifterna har för varje företag beräknats omfattningen av de internt genererade medel som varje år kunnat behållas inom företaget. Från detta belopp har för varje år subtraherats den del, som överstiger samma års investering ("överskottssparandet"). Det kvarvarande sk investeringssparandet har summerats över olika företagsgrupper och dividerats med den motsvarande investeringen under beteckningen "sparandefinansiering". Resultatet, som illustreras i tabell 1, har för hela industrin blivit en förvånansvärt konstant kvot på drygt 70 procent över hela observationsperioden 1955—1962.

Tabell 1. Finansieringen av industrins investeringar

	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962
Sparande-finansiering	74	69	77	71	75	74	76	71
Intern-finansiering	92	98	97	97	95	93	97	93
Självfinansieringsgrad enl traditionella definitioner ¹⁾	91	83	92	84	122	95	87	86

¹⁾ Detta mått överensstämmer ej helt med Konjunkturinstitutets definition. Investeringarna har genomgående beräknats exklusive lagerinvesteringar.

Denna iakttagelse står i märklig kontrast till de farhågor om sänkta "självfinansieringsmöjligheter" för industriföretagen som ventilerats under senare år. Kan dessa farhågor förenas med Löwenthals resultat?

För att undersöka detta närmare betraktar vi ännu ett mått på industriföretagens egenfinansiering som Löwenthal använt sig av. Till det tidigare definierade "investeringssparandet" adderas även minskningen av omsättningstillgångar (kassa, lager och finansiella tillgångar) hos just de företag som utnyttjat denna finansieringsform. När summan återigen divideras med investeringarna, får vi ett mått på de totala interna medel som företagen varje år *kunnat* taga i anspråk för finansieringen av sin investeringsverksamhet. Löwenthal kallar detta mått för företagens "internfinansiering". Efter vad som framgår av tabellen ovan har även denna kvot förhållit sig praktiskt taget konstant (kring 95 procent) under hela perioden 1955—1962. Om årliga interna medel och investeringar var för sig summeras över observationsperiodens alla år ökar internfinansieringen till strax under 100 procent. Sett över hela åttaårsperioden 1955—1962 har med andra ord totala anskaffningen av materiella anläggningstillgångar

varit av ungefär samma storleksordning som det löpande inflödet av egna medel plus minskningen av från tidigare år ackumulerade omsättningstillgångar.

Om vi nu till täljaren i Löwenthals sparandefinansieringsmått adderar även företagens tidigare definierade överskottssparande framträder omedelbart (se tabellen) det tidsmönster hos "självfinansieringsgraden" som vi vant oss vid bl a från Konjunkturinstitutets beräkningar.

Den kraftiga puckeln i detta mått år 1959 förklaras tydligen i det närmaste helt av det omfattande "överskottssparande" som ägde rum detta år, medan självfinansieringsgradens successiva avtrappning därefter motsvaras av en parallell neddragning av överskottssparandets omfattning.

Den slutsatsen ligger nu nära till hands att något förenklat uttrycka industrisektorns finansiering av sin investeringsverksamhet som en omfördelning i tiden av det enskilda företags egna sparande och vinstmedel. Tillgången på interna medel utgör ett tak (en "restriktion") på företagens förmåga och/eller vilja att investera. Ett omfattande sparande något visst år (exempelvis år 1959) behöver däremot ej betyda att investeringarna justerats upp i motsvarande grad sam-

ma år. Denna tolkning skulle ligga någorlunda i linje med den teori som skisserats ovan och som till vissa delar testats av Löwenthal. Fullt så enkelt kan vi dock inte utan vidare formulera oss i denna fråga.

● Alternativa tolkningar

Vi måste för det första erinra oss att självfinansieringsgraden (oavsett vilken definition som tillämpas) utgöres av en kvot mellan sparandet och investeringarna. Speciellt på kort sikt har vi all anledning att vänta oss att dessa två storheter kan leva ett av varandra mer eller mindre oberoende liv. Det är just på denna punkt som en viss kritik kan riktas mot Löwenthals behandling av det statistiska materialet i så måtto att han ibland alltför ensidigt registrerat och beskrivit hur dylika sammansatta finansieringsmått utvecklats över tiden utan att närmare gå in på det faktum att mycket komplexa orsakssammanhang ligger bakom och förklarar varför måttens olika komponenter uppvisat det eller det tidsmönstret. Särskilt vad beträffar "sparandefinansieringen" borde klarare ha understrukits att det mekaniska bortrensandet av individuella företags överskottssparande samtidigt också rensat bort just de variationer i självfinansieringsgraden som uppmärksammas i den ekonomiska debatten, nämligen de variationer som beror på att företagen vissa år sparat mer än de investerat. Kalkylmetoden har alltså konstruerats så att vi får en självfinansieringsgrad som fluktuerar mindre än tidigare.

Sparandets omfattning beror till sin storlek i hög grad av vinsternas omfattning och de skattemässiga dispositioner som vidtagits av företagen. Vinstnivån bestäms i sin tur av produktions- och försäljningsutvecklingen, produktivitetsförbättringar etc, samt priserna på såväl företagens egna produkter som insatsfaktorerna. Produktionens

storlek beror slutligen inte bara på arbetsinsatsen i produktionen utan i mycket hög grad på företagets tidigare investeringar och de tekniska förbättringar som vanligtvis följer med nya investeringar. Nu dröjer det normalt en viss tid innan verkställda investeringar resulterar i eller möjliggör en höjning av produktionsnivån, varför sambandet mellan investeringar och produktion eller omsättning samt därmed indirekt vinster och sparande normalt bör beräknas över flera årsperioder.

● Räntabilitet och förväntningar

Sammanhangen torde dock vara mer komplicerade än så. Det vore förvånande för att inte säga olyckligt om företagen dimensionerade sin framtida investeringsverksamhet och expansionstakt enbart efter sina möjligheter att finansiera densamma från de vinster som intjänats under den löpande perioden och från tidigare historiska perioder. Att så skulle vara fallet har visserligen hävdats i olika sammanhang. Beteendet som sådant är dessutom — vilket understrukits ovan — förenligt med Löwenthals statistiska material.

Det är dock troligt att investeringsbesluten i stor utsträckning fattas på grundval av förväntningarna kring investeringsprojektens framtida avkastning. Möjligheterna att verkställa dessa ofta på lång och obestämd sikt planerade investeringar något visst (speciellt) år bestämmas sedan av företagets totala finansiella möjligheter, vilka förutom egna sparande- och likviditetsresurser även omfattar olika former av extern finansiering. Goda investeringstillfällen gör att det egna sparandet kanske ej räcker till (självfinansieringsgraden sjunker), ont om investeringstillfällen och pessimistiska framtidsförväntningar kan mycket väl resultera i att investeringarna väsentligt understiger de egna finansiella resurserna (självfinansie-

ringsgraden höjes) och företagen väljer att i stället ackumulera likvida medel. Textilindustrin exempelvis har sedan 50-talets slut karakteriserats av en hög självfinansieringsgrad jämfört med andra branscher.

Erfarenheterna från vårt land såväl som från andra länder visar vanligen på en någorlunda stabil och parallell trendmässig tillväxt hos sparandet och omsättningen medan investeringarna fluktuerat kraftigt år från år även om en långsiktig trendtillväxt kan observeras. På lång sikt uppnås med andra ord en viss stabilitet hos självfinansieringsgraden oberoende av hur sparandet definieras. Den kortsiktiga instabiliteten överbryggas finansiellt genom kassafinansiering och extern upplåning.

● Den externa finansieringen

För att vi skall kunna säga något om hur industriföretagens finansieringsproblem lösts över ett konjunkturförlopp måste vi vidare veta något om det finansieringsbehov (netto) som genererats från omsättningstillgångarna. På denna punkt har författaren observerat att uppbyggnaden av omsättningstillgångar (inklusive förändringen i givna handelskrediter) tydligt samvarierar över tiden med den externa finansieringen (på den organiserade kreditmarknaden såväl som i form av "grå" upplåning hos andra företag).

Denna iakttagelse utgör dock endast spegelbilden av den iakttagna konstansen hos sparandefinansieringen. Gäller det ena så följer det andra definitionsmässigt eftersom sparande plus all extern finansiering netto (totalfinansieringen) i efterhand alltid måste bli lika med investeringarna plus nettoförändringen i omsättningstillgångarna.

Erfarenheterna från andra undersökningar tyder på att med en på kort sikt expanderande produktion och omsättning följer ett omfattande och sannolikt i viss utsträck-

ning prioriterat finansieringsbehov för en nödvändig uppbyggnad av rörelsekapitalet (kassa, lager, handelskreditgivning m.m.). För det fall att tillgången på finansieringsmedel (interna och externa) på kort sikt är given följer därför att en avvägning måste ske mellan den finansiering som behövs för att klara den löpande produktionen och försäljningen samt en önskan att investera och expandera på lång sikt.

Helt naturligt bör den kortsiktiga finansieringen av företagets löpande verksamhet i stor utsträckning komma i första hand under konjunkturuppsvinget, varur följer att investeringarna i motsvarande grad kommer att bestämmas som en rest inom den givna finansieringsramen, ej enbart av sparandets omfattning. För det fall att företaget i fråga framför sig i tiden har gott om lovande och räntabla investeringstillfällen kan naturligtvis den finansiella ramen vidgas till att omfatta allt dyrbarare och kortfristigare (mer riskfyllda) finansieringsformer. Kvar står dock det faktum att om vi anlägger denna — i förhållande till Löwenthal — omvända syn på orsakssammanhangen måste vi samtidigt lägga nya aspekter på de "symptom" som den industriella självfinansieringsgraden uppvisat under den av Löwenthal studerade perioden 1955—1962.

● 60-talets första år

Ser man till perioden efter 1959 uppvisas en mycket kraftig investeringsexpansion, samtidigt som sparandet i stort följde sin tidigare till omsättningen kopplade trendtillväxt. Samtidigt ställde den ökande försäljningen även krav på en uppbyggnad av omsättningstillgångarna, varvid den handelskreditgivning som normalt är förenad med varuförsäljningen svarade för en mycket stor del av finansieringsbehovet.

För att klara det totala finansieringsbehovet dels från investeringarna, dels från omsättningstillgångarna krävdes en kraftig ökning av den externa finansieringen. En stor del därav (jag bygger härvid på egna undersökningsresultat) tillgodosågs via en parallell upplåning i form av handelskrediter hos andra företag.

En betydande industriell finansiering ägde dock även rum på den organiserade kreditmarknaden. Vi kan faktiskt tala om en markant brytning av 50-talets kreditmarknads-mönster i detta avseende under 60-talets första hälft, en mönsterändring som otvivelaktigt har ett visst samband med den av statsmakterna förda lättare ekonomiska politiken. Industrins upplåning hos affärsbankerna slog om från negativa värden (netto-återbetalningar) år 1959 till en omfattande nettoupplåning från och med 1960 och framöver. Åren 1960 och 1961 skedde en jämfört med tidigare år avsevärd finansiering via aktiemarknaden. Från och med 1961 tilläts vidare industriföretagen att emittera obligations- och förlagslån i en omfattning som inte förekommit sedan emissionskontrollen infördes i början av 50-talet.

Som ett resultat av dessa förhållanden kan vi alltså i efterhand registrera en kraftig nivå-sänkning av den industriella självfinansieringsgraden. Det faktum att företagen utnyttjat eller velat utnyttja de externa finansiella resurser som under dessa år ställdes till deras förfogande utgör i sig själv ett klart tecken på att den teoribildning kring företagets investeringsbeteende som ligger till grund för studiet av enkla självfinansieringsmått måste betraktas som en teori med många modifikationer.

Vi har exempelvis all anledning att fråga oss om den utpräglade investeringsexpansion som kulminerade under 60-talets första år överhuvud taget kunnat komma till stånd om inte statsmakterna dessa år lättat sin

under hela 50-talet mycket hårt hållna kreditransoneringspolitik gentemot industrisektorns företag. Samtidigt — och detta är inte minst intressant — måste man inför samma perspektiv fråga sig om inte det faktum att självfinansieringsgraden som en följd härav sjönk, i stället för att inge farhågor för framtiden, bör tolkas som ett hälsotecken från en industrisektor, som tidigare ej beretts tillfälle att expandera i den takt den önskat och utöver ramen för de egna finansiella resurserna.