

Bilaga 4 Industrins tillväxt och långsiktiga finansiering

Utarbetad inom Industriens utredningsinstitut
under ledning av numera statssekreteraren
Lars Wohlin och fil. kand. *Bo Lindörn*.

Bilaga 4 Industrins tillväxt och långsiktiga finansiering

Syftet

I denna studie är syftet att diskutera sambandet mellan industrins tillväxt och långsiktiga finansiering. Begränsningen till långsiktig finansiering innebär att vi bortser från sådana tillfälliga avvikelser från en mer långsiktigt fastställd finansieringspolitik i industrin som följer av kortsiktiga konjunkturvariationer. Detta innebär att vi i empiriska avsnitt kommer att koncentrera oss på utvecklingen mellan olika perioder snarare än förändringar år från år.

Vi kommer att undersöka den historiska utvecklingen av industrins sparande, investeringar och externfinansiering från mitten på 60-talet till år 1974 och för perioden 1975–80 kommer vi att göra framskrivningar av industrins interna och externa finansiering samt för utvecklingen av industrins kapitalstruktur. Storleken av den externa finansieringen visar vilka resursanspråk som industrin bedöms ställa på kapitalmarknaden. Vi kan också uttrycka saken så att vi studerar hur och i vilken omfattning industrin totalt kommer att ta andra sektors sparande i anspråk för att kunna växa i planerad takt.

Vi tänker oss vidare att soliditeten uttrycker graden av finansiell risk¹ som följer av företagets lånefinansiering och att företagen därför har klara soliditetsmål. Dessa innebär att företagen ej är villiga att öka skuldsättningsgraden över en viss nivå, vilket påverkar deras investeringsbeslut. Detta gör att vi utifrån den härledda finansiella utvecklingen kan diskutera huruvida det är sannolikt att den reala utvecklingen kommer att realiseras.

De finansiella problem som svensk industri har att möta i framtiden kommer att i hög grad bero på vilken produktion och investeringstillväxt som industrin behöver uppnå för att realisera den utveckling för hela den svenska ekonomin som man eftersträvar från politiska utgångspunkter. Av denna anledning har vi alltså valt att genomföra finansiella prognoser för perioden 1975–80 enligt de två huvudalternativ som behandlades i IUI:s långtidsbedömning.² I det ena alternativet prioriteras den offentliga konsumtionen, medan det andra har en stark inriktning mot privat konsumtion.

För de finansiella kalkylerna kommer vi att använda oss av en enkel prognosmodell som utvecklats i samband med arbetet med långtidsbedömningen.³ Modellen innehåller starka förenklingar, men vi tror ändå att kalkylen utgör en bra utgångspunkt för diskussionen. Gången i analysen för prognosperioden är i stort den följande.

¹ Mer exakt uttrycks risken av (1-soliditeten); dvs. en hög soliditet innebär en låg risk och vice versa.

² IUI:s långtidsbedömning 1976, *Utvecklingsvägar för svensk ekonomi fram till 1980*. Stockholm 1976.

³ Modellen har vissa likheter med den modell som Gunnar Eliasson utarbetade i Börje Kragl *Finansiella långtidsperspektiv* (SOU 1967:6). Se även IUI:s småtryck nr 39, 1967.

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

Den ekonomiska utvecklingen under de senaste åren har emellertid medfört att det idag ter sig mindre sannolikt att prognoserna enligt LB:s offentlig- eller industriexpansiva alternativ (eller den statliga långtidsutredningens⁴ alternativ) kommer att kunna realiseras. Det är dock en alltför omfattande uppgift att för detta speciella ändamål genomföra en ny reviderad långsichtsbedömning. Vi har därför valt att fullfölja kalkylerna på grundval av LB:s två alternativ samt att ta hänsyn till de nya omständigheterna på en ad hoc-basis genom partiella revideringar och kommentarer.

I anslutning till prognosen diskuterar vi även vissa faktorer som påverkar företagets val mellan självfinansiering, lånefinansiering och nyemission.

Som ett komplement till kalkylen och för att bättre kunna bedöma prognosens rimlighet har vi i olika avsnitt också mer ingående diskuterat vissa faktorer som har stor betydelse för industrins externa tillförsel av riskvilligt kapital och undersökt hur industrins externfinansiering utvecklats sedan mitten på 60-talet.

I ett särskilt avsnitt behandlar vi vad som bestämmer utbudet av riskvilligt kapital. Vi diskuterar hur hushållen väljer att placera sina tillgångar i olika placeringsformer och pekar på hur avkastning och risk utvecklats för aktier jämfört med främst insättning på bank. Den finansiella risken kan visserligen generellt antas öka i ett företag om skulderna ökar i förhållande till det egna kapitalet, men olika externa finansieringskällor medför olika grader av finansiellt risktagande för det låntagande företaget, varför även företagets skuldmix påverkar den risk som är förknippad med en viss skuldsättningsgrad. Företagets soliditetsmål förmodas därför vara beroende av hur skuldstrukturen ser ut. Av detta skäl visar vi i ett avsnitt hur de olika externfinansieringskällornas betydelse för industrin och industrins skuldstruktur har utvecklats sedan mitten på 60-talet.

Mot bakgrund av den internationella upplåningens snabbt ökande omfattning finner vi det intressant att även undersöka den upplåning på den internationella kapitalmarknaden, som sker i samband med svensk industris utlandsverksamhet och i vilken utsträckning denna skett via moderbolagen eller direkt i de utländska dotterbolagen. Dessa frågor behandlas i studiens avslutande avsnitt.

1975:89.

En utförligare presentation av modellen, en insyn i de statistiska och avskattningens parametrar i den långtidsbedömningen 1976, *Utvecklingsvägar svensk ekonomi till 1980*, kap. 14, s. 101-102, och Lindörn, *Industrins finansiering*, s. 18 till ovanstående.

I. Industrins räntabilitet och finansiering 1965–74 samt beräknat kapitalbehov fram till 1980

Prognosmodell och antaganden för prognosen

Vi skall här ge en kort beskrivning av den prognosmodell och det beräkningsförfarande vi använder.⁵ Den finansiella kalkylen överensstämmer till

stor del med den som gjorts i långtidsbedömningens kapitel 14. Utgångspunkten är, som nämnts, den reala utvecklingen för industrins förädlingsvärde och investeringar och de prisförändringar som framkommer enligt IUI:s långtidsbedömning. Vi har sedan med en mycket enkel rekursiv modell beräknat de finansiella flödena i industrin, vilka i sin tur ger utvecklingen för de finansiella stockarna. Förändringen i industrins skuldstock och därmed dess upplåningsbehov bestäms residualt.⁶ I modellen, som består av en uppsättning linjära samband, har vi i flera fall använt oss av grova schabloner. Vi har dock delvis gått ifrån rekursiviteten för att finna den kombination parametervärden, som vi anser vara mest rimlig. Med hjälp av ett iterativt förfarande har vi bestämt vissa centrala prognosantaganden, bl. a. antagandet om löneandelens storlek i de båda utvecklingsalternativen, så att den finansiella prognosen ej blir oförenlig med den reala prognosen.

Avsikten är ej att i denna framställning redovisa hela ekvationssystemet. Vi vill dock peka på ett par välkända bokslutssamband i modellen för det egna kapitalets räntabilitet och tillväxt. Definieras totalräntabiliteten som kvoten mellan nettoöverskottet plus finansiella intäkter och det totala kapitalet,⁷ och nettoöverskottet utgörs av förädlingsvärdet minskat med löner och kalkylmässiga avskrivningar, kan räntabiliteten på eget kapital efter skatt uttryckas av nedanstående samband (identitet)

$$R_E = (1-t_v) [R_T + (R_T - i_c) \frac{S}{E}] \quad (1)$$

där skuldkvoten $\frac{S}{E}$ står för förhållandet mellan främmande och eget kapital, i_c den genomsnittliga låneräntesatsen, R_T totalräntabiliteten före skatt och R_E räntabiliteten på eget kapital efter skatt. Låneräntesatsen liksom vinstskattesatsen t_v är exogena. Ekvationen visar att man genom den s. k. leverageeffekten kan öka räntabiliteten på eget kapital genom att öka upplåningen så länge totalräntabiliteten överstiger låneräntan och dessa båda variabler är någorlunda oberoende av upplåningen. Vi ser av (1) den väsentliga roll som differensen mellan totalräntabiliteten och låneränta spelar för det egna kapitalets räntabilitet.

Ekvation (2) visar de olika komponenterna i den relativa tillväxten i eget kapital

$$v_E = (1-u) R_E + b + z \quad (2)$$

där v_E betecknar den relativa tillväxten i eget kapital, u utdelningsprocenten, b nyemissionernas andel av det egna kapitalet och z värdestegringen i relation till det egna kapitalet. Sambandet är en bokslutsidentitet som alltid gäller ex post, men ej säger något om kausaliteten.

I verkligheten finns ett komplicerat kausalsamband, där flera av komponenterna påverkar varandra. Den förväntade räntabiliteten på det egna kapitalet är en viktig bestämningsfaktor till investeringarna och därigenom också indirekt till kapitaltillväxten. En höjd räntabilitet ökar dessutom företagets förmåga att generera vinster, men kan också tänkas ha effekt på kapitalbildningstakten via en ändrad utdelningsbenägenhet eller genom att påverka nyemissionerna. Förändringar i vinstskattesatsen påverkar likaså

⁶ Detta är givetvis en stark förenkling av prognostekniska skäl, som förutsätter att industrin alltid genomför sina investeringar, oavsett hur mycket skulderna måste öka för att klara finansieringen. I verkligheten är företagen sannolikt inte villiga att sänka soliditeten under en viss nivå och väljer därför att minska sina investeringar för att undvika en alltför kraftig upplåning. Investeringar och upplåning bestäms således i praktiken simultant.

⁷ I det totala kapitalet ingår de materiella anläggningstillgångarna till återanskaffningsvärde. Detta har beräknats med utgångspunkt i antagandet att investeringarnas genomsnittliga livslängd är 15 år. Vid beräkningarna av ett visst års kapitalstock har sedan kvarvarande del av tidigare års investeringar räknats ut till årets investeringsvärde prisnivå.

Tabell 1 Industrins utveckling 1974–1980 i de två prognosalternativen
(Ökning % per år)

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

självfinansieringsgraden vid en given räntabilitet på eget kapital (före skatt). Även vid en oförändrad räntabilitet kan givetvis utdelningarna minska eller nyemissionerna öka, vilket medför en ökad kapitaltillväxt. Därtill kan kapitalet vid inflation växa på grund av icke realiserade värdeökningar på anläggningstillgångar.

Värdena på prognosmodellens parametrar har beräknats utifrån den historiska utvecklingen enligt SCB:s finansstatistik. Då extrapolering av tidstrenderna i flera fall ger mindre rimliga värden har vi valt de värden vi betraktat som de mest sannolika med hänsyn till troliga framtida förändringar i företagens finansieringsbetingelser. Som exempel kan nämnas att den effektiva skattesatsen har historiskt sjunkit från närmare 40 % i genomsnitt för senare hälften av 1960-talet till ungefär 29 % för perioden 1969–73. Den effektiva skattesatsen påverkas av i vilken grad man utnyttjar de skattemässiga avskrivningsreglerna. På grund av hänsyn bl. a. till aktieägarnas utdelningskrav torde dock avskrivningsmöjligheterna endast utnyttjas maximalt under högkonjunkturår. Vi väljer 28 % som ett troligt genomsnittsvärde för skattesatsen under prognostiden.

Tabell 1 visar den från LB:s huvudmodell givna utvecklingen av industrins produktion, kapitalvolym och investeringar i fasta och löpande priser i de bägge prognosalternativen. Industriproduktionen beräknas växa med 4,1 respektive 5,4 % per år i de två alternativen. Enligt IUI kommer det industriexpansiva alternativet att kräva en betydligt större investeringsvolym än alternativet med svag industritillväxt. Ökningen blir 3,2 % i 0-alternativet och 7,0 i I-alternativet. Den reala kapitalvolymen ökar med 4,8 % respektive 5,3 % per år. Priserna för förädlingsvärdet har bedömts öka med i genomsnitt 6 % per år, medan kapitalvaruprisernas årliga ökning beräknats bli respektive 6,7 och 7,1 i 0- och I-alternativen. Detta ger oss att förädlingsvärdet i löpande priser stiger med 10,4 % respektive 11,7 % per år. Investeringarna ökar med 10,1 respektive 14,6 % per år i löpande priser.

Mellan lönsamhet och tillväxt (investeringar) finns ett komplicerat dubbelriktat kausalsamband. Vi har inte tillräckliga kunskaper för att kunna kvantifiera detta samband utan vi tvingas här i stället att begränsa oss till att göra de antaganden om löneandelen som vi finner rimliga och förenliga med den antagna tillväxten. För prognosperioden har löneandelen i I-al-

ternativet antagits i genomsnitt ligga kvar på den låga nivå, 72 %, som gällde under högkonjunkturåret 1974. I 0-alternativet antas löneandelen vara 75 %, vilket avviker från det antagande som gjordes i IUI:s långtidsbedömning. (I IUI:s LB antogs löneandelen även i 0-alternativet vara 72 %.) Anledningen till att vi valt att avvika på denna punkt är att mycket talar för att en allmän ekonomisk utveckling i Sverige, som för med sig en lägre långsiktig ökningstakt för investeringarna, också är förenad med en lägre långsiktig räntabilitet. Ju längre perioder vi betraktar, desto klarare kommer det i det närmaste "identitetsmässiga" sambandet mellan kapitalets tillväxt och lönsamheten, som ligger implicit i (2) att framträda. En högre investeringstakt möjliggör troligen en snabbare utslagning av mindre lönsamma enheter och en snabbare strukturomvandling, vilket bidrar till en högre effektivitet och lönsamhet inom industrin. Samtidigt har en högre räntabilitet en positiv effekt på företagens expansions- och investeringsvilja.

Utrymmet för löneökningar bestäms i den konkurrensutsatta sektorn som summan av ökningen i arbetsproduktivitet och förändringen i världsmarknadspriserna. Beräkningsprincipen är analog med den i den s. k. EFO-utredningen⁸ och förutsätter en lönesättning som bibehåller utgångsläget vinstmarginaler under hela prognosperioden.⁹ Endast i 0-alternativet har vi i våra kalkyler antagit att utvecklingen följer huvudkursen från 70-talets början. I det industriexpansiva alternativet har vi förutsatt att kapitalinkomstandelen måste höjas till den höga nivå som gällde under högkonjunkturåret 1974. I bägge fallen saknar vi givetvis ambitionen att visa den faktiska utvecklingen mellan de enskilda åren utan vi vill visa den mer långsiktiga trenden.

Den historiska utvecklingen och finansiell prognos 1975–80

Finansiella flöden

Tabell 2 visar de olika resultatposterna och nettoresultatet som årliga genomsnitt för perioderna 1966–69, 1970–74 och 1975–80. Bruttosparandet visar den del av de medel som genereras i industrin som, så länge industrin har en positiv nettoupplåning, kan användas för att finansiera investeringar. Som det framgår av tabell 3 består detta av summan av nettovinst och avskrivningsmedel minskad med utdelningar. Det finansiella sparandet avser skillnaden mellan sparande och investeringar. Ett negativt finansiellt

⁸ Edgren, G, Faxén, K-O och Odhner, C-E, 1970, *Lönebildning och samhällsekonomi*. Stockholm.

⁹ Beräknas löneutrymmet och löneökningarna enligt denna modell kommer dock detta att medföra att modellsambanden uppfylls ex post även om den i ex ante-kalkylen skattade produktivitetsoökningen i form av teknisk utveckling helt skulle utebli. Sambandet uppfylls då ex post eventuellt till priset av en icke önskad utslagning av företag eller branscher inom industrin. Detta att EFO-modellen försöker förklara en ex post-identitet utan att ta hänsyn till den dubbelriktade kausaliteten mellan utvecklingen av arbetsproduktivitet och löner gör att modellen ej förutsättningslöst kan användas för att beräkna det samhällsekonomiska utrymmet för löneökningar vid avtalsuppgörelser.

Tabell 2 Industriföretagens brutto- och nettovinst 1966–80
Genomsnitt per år, miljarder kr

	1966– 1969	1970– 1974	1975–1980	
			Offentlig- expansivt alt.	Industri- expansivt alt.
1. Förädlingsvärde (FV)	29,7	49,8	97,5	101,9
2. Löneandel	0,76	0,75	0,75	0,72
3. Bruttovinst = FV (1-löneandel)	7,1	12,5	24,4	28,5
– 4. Avskrivningar	4,0	7,0	11,8	12,2
+ 5. Ränteintäkter	1,4	2,4	6,9	7,4
= 6. Totalvinst före skatt	4,5	7,9	19,5	23,7
– 7. Ränteutgifter	1,5	3,0	7,4	8,0
= 8. Nettovinst före skatt	3,0	4,9	12,1	15,7
– 9. Skatt	1,2	1,6	3,4	4,4
=10. Nettovinst efter skatt	1,8	3,3	8,7	11,3

Tabell 3 Industriföretagens finansiella sparande och externa finansiering 1966–1980
Genomsnitt per år, miljarder kr

	1966– 1969	1970– 1974	1975–1980	
			0-alt.	I-alt.
1. Nettovinst efter skatt	1,8	3,3	8,7	11,3
+ 2. Avskrivningar	4,0	7,0	11,8	12,2
– 3. Utdelningar	1,0	1,4	3,5	4,5
= 4. Bruttosparande	4,8	8,9	17,0	19,0
– 5. Bruttoinvesteringar (inkl. lagerinv.)	6,6	12,9	23,2	27,0
= 6. Finansiellt sparande	–1,8	–4,0	–6,2	–8,0
7. Investering i finansiella tillgångar	3,3	5,1	10,1	12,5
8. Behov av extern finansie- ring (7–6)	5,1	9,1	16,3	20,5
– 9. Nyemissioner	0,3	0,4	1,0	1,1
=10. Upplåningsbehov	4,8	8,7	15,3	19,4
11. Självfinansieringsgrad 4/5 (%)	72,7	70,0	73,3	70,3

sparande innebär att andra sektorer måste skjuta till resurser till industrin för att denna skall kunna genomföra sina materiella investeringar. Industrins behov av extern finansiering framkommer som skillnaden mellan investeringar i finansiella tillgångar och finansiellt sparande. Den externa finansieringen löses genom nyemission av aktier och ökad upplåning. I dessa prognoser beräknas upplåningsbehovet residualt som skillnaden mellan det totala externfinansieringsbehovet och nyemissionerna.

De olika alternativen leder under de gjorda antagandena till olika nivåer på det finansiella sparandet, som dock i båda fallen är negativt. I det industriexpansiva alternativet är det beloppsmässigt närmare 2 miljarder kronor större än i 0-alternativet. Industrins totala upplåningsbehov beräknas i I-alternativet bli ca 4 miljarder kronor större än i 0-alternativet.

Olikheterna i finansieringssituationen framgår även av självfinansierings-

graden. I det industriexpansiva fallet är den i stort oförändrad jämfört med genomsnittet för åren 1970–74, men den stiger i 0-alternativet.

Utdelningspolitik och bruttosparande

Innan vi går vidare till att undersöka vilka konsekvenser de finansiella flödena enligt tabell 3 har för de finansiella stockarna skall vi diskutera hur företagen själva kan påverka sitt bruttosparande och några faktorer som påverkar företagens beteende i detta avseende. En viktig handlingsparameter som företagen kan påverka sparandet med är aktieutdelningen.

En sänkning av den andel av vinsten efter skatt som delas ut till aktieägarna (utdelningsprocenten) innebär, *allt annat lika*, en ökning av flödet av nedplöjda vinstmedel i företaget och därigenom också en ökning av företagets tillväxttakt. Innebörden av en sänkt utdelningsprocent ur aktieägarnas synvinkel är att man höjer tillväxten i de framtida utdelningarna genom att acceptera en lägre nivå idag. Huruvida den satsningen lyckas eller ej beror självfallet på vilken avkastningsnivå man lyckas uppnå på de investeringar som finansieras med de innehållna utdelningarna. Utdelningspolitiken bör med andra ord delvis bestämmas av vad man tror om den framtida avkastningsnivån. Hur utdelningar under olika perioder skall vägas samman bestäms av aktieägarnas tidspreferens och riskvärdering och kommer till uttryck i dessas diskonteringsränta. Resultatet blir att utdelningarna vägs samman till ett nuvärde, företagets kapitalvärde. Ett vanligt antagande i den ekonomiska litteraturen är att företagets mål är att maximera just detta kapitalvärde.

Vi skall här diskutera företagets val av optimal utdelningsprocent och försöka illustrera avvägningen mellan utdelning idag och i framtiden med hjälp av en i litteraturen vanlig, mycket enkel modellansats. Denna avvägning är intimt förknippad med företagets beslut om nyemissioner. Denna fråga kommer vi därför att diskutera i nästa avsnitt.

Som utgångspunkt antar vi att företagets mål är att maximera sitt värde och att det bestäms som det diskonterade värdet av utdelningarna. Under en mängd förenklande antaganden (inga nyemissioner, inflationstakten är noll, det egna kapitalet är predeterminerat, det finns inte några tillväxtkostnader, företaget har en oändlig livslängd och vi har en proportionell balanserad tillväxt), som vi inför för att slippa en mängd formell exercis, så gäller att^{10, 11}

$$P_t = \frac{U_t}{k-g} = \frac{uR_E E_t}{k-(1-u)R_E} \quad (3)$$

P_t =	företagets kapitalvärde	vid tidpunkten t
U_t =	utdelningar	vid tidpunkten t
u =	utdelningar i procent av vinsten på eget kapital efter skatt (utdelningsprocent)	vid tidpunkten t
R_E =	rentabilitet på eget kapital	vid tidpunkten t
E_t =	eget kapital	vid tidpunkten t
k =	aktieägarnas diskonteringsränta	vid tidpunkten t
g =	utdelningarnas tillväxttakt	vid tidpunkten t

Vi ser att en höjd utdelningsprocent medför att utdelningarna i täljaren ökar samtidigt som nämnaren ökar genom att tillväxttakten sänks. Dessutom kan en sänkt utdelningsprocent förutsättas öka den relativa variabiliteten i hela den förväntade strömmen

¹⁰ Ekv (3) kan även skr

$$k = -\frac{uR_E E_t}{P_t} + (1-u)R_E$$

diskonteringsräntan e aktieägarnas avkastni krav fås då som summa av direktavkastningen och utdelningstillväxt

¹¹ För en härledning a formeln se t. ex. Lemm and Carleton: *A The Financial Analysis*.

av utdelningar och därmed den finansiella risken för ägarna. Det skulle betyda att aktieägarnas diskonteringsränta är en negativ funktion av utdelningsprocenten vilket minskar nämnaren i ekvation (3). Nettoeffekten på kapitalvärdet är beroende av våra utgångsvärden samt hur diskonteringsräntefunktionen ser ut. Den optimala utdelningsprocenten finner vi genom att derivera kapitalvärdesformeln med avseende på utdelningsprocenten och nollställa derivatan.

Vi får då¹²

$$R_E = k(u) - u \frac{\partial k}{\partial u} \quad (4)$$

En optimal utdelningspolitik innebär under dessa mycket begränsade antaganden att utdelningsprocenten skall väljas så att marginalkostnaden för nedplöjda vinstmedel med hänsyn till stigande diskonteringsränta blir lika med avkastningen på eget kapital. Av ekvationen framgår att ju högre räntabiliteten på eget kapital är desto lägre blir den optimala utdelningsprocenten, förutsatt att man tror på att denna högre räntabilitet skall bli bestående i framtiden. Det betyder vidare att en ökad andel skulder i förhållande till eget kapital, som höjer det egna kapitalets räntabilitet, kan förväntas medföra en sänkt utdelningsprocent, förutsatt att diskonteringsräntan inte påverkas av skuldkvoten så att den positiva hävstångseffekten motverkas av en höjd diskonteringsränta.

Av central betydelse för valet av utdelningsprocent är, som nämnts, diskonteringsräntefunktionens utseende. Ändrad sammansättning av ägargrupperna, t. ex. en övergång i ägandet från hushåll till institutionella placerare, innebär sannolikt en annorlunda riskvärdering och en annan känslighet i diskonteringsräntan för förändringar i utdelningsprocenten. Dyliga förändringar i ägarstrukturen kan därför medföra en förändrad utdelningspolitik.

Något som vi hittills ej nämnt och som har betydelse för avvägningen mellan nutida och framtida utdelningar är skattesystemets utformning. Ett ökat marginalskattetryck på utdelningsinkomster i kombination med liberala realisationsvinstskatteregler gör vinstnedplöjningsalternativet mer attraktivt.¹³

I Sverige har utdelningsprocenten sjunkit sedan mitten på 60-talet från drygt 50 % i genomsnitt för femårsperioden 1965–69 till ca 40 % för åren 1970–74 i genomsnitt. Den historiska nedgången kan sannolikt till stor del förklaras av det ökade marginalskattetrycket. Den fortlöpande minskningen i hushållens andel som ägare av aktier till förmån för stora institutionella placerare har å andra sidan bl. a. med hänsyn till dessas lägre skattetryck sannolikt en motsatt effekt på utdelningsbenägenheten och kan följaktligen medverka till att bromsa upp nedgången i utdelningsprocenten.

Nyemissionsfinansiering

Finansiering med nyemission av aktier kan i princip betraktas som en negativ utdelning. På samma sätt som vid en sänkt utdelningsprocent sker vid en ökad aktiefinansiering nämligen en omfördelning av företagets netto-utbetalningar till aktieägarna från nutid till framtid.

Beaktar man att de medel som tas ut som utdelningar dubbelbeskattas med först vinstskatt och sedan med personlig inkomstskatt, medan kvarhållna vinstmedel endast vinstbeskattas för att sedan bli föremål för en relativt förmånlig realisationsvinstbeskattning kan det synas orationellt för aktieägarna som grupp att överhuvud taget välja att nyemittera i stället för att återinvestera vinstmedel i företaget.

¹² ex. Eriksson, G., *Företagens tillväxtfinansiering*, Indus-
s Utredningsinstitut-
ockholm.

¹³ n kan givetvis aldrig
långt att man mer än
ligt endast satsar på
ct. En akties värde-
ig bygger i sista hand
utdelad avkastning.

Emellertid kan man knappast betrakta aktieägarna som en enda homogen grupp. Detta skulle möjligen kunna ske i det fall då det är enbart de gamla aktieägarna som tecknar nyemissionen. Vid nyemissioner är det vanligtvis helt eller delvis nya ägare med en annan riskvärdering och andra preferenser än de gamla ägarna, som tillskjuter riskvilligt kapital.

Det kan därför tänkas att de tidigare ägarnas förräntningskrav är påtagligt högre än förräntningskravet hos en potentiellt ny ägare t. ex. AP-fonden. I en sådan situation skulle det följaktligen kunna vara förenligt med maximering av existerande aktieägares välfärd att företaget anskaffar kapital både via nyemissioner och kvarhållande av vinst. Existensen av utdelning och nyemission kan således vara förenlig med företagets målsättning att maximera kapitalvärdet med hänsyn till samtliga aktieägare, såväl existerande som potentiella. Möjligheten för olika ägare att samtidigt ta finansiella resurser ur företaget respektive tillföra sådana är ett väsentligt led i en fungerande kapitalmarknad, då det innebär att flera oberoende riskvärderare och bedömare av de olika företagens framtid fördelar resurserna mellan de olika företagen.

Ett fall då vinstnedplöjning ej kan ersätta nyemission är uppenbart, nämligen när företagets behov av investeringsmedel kortsiktigt är så stort att den erforderliga ökningen av det egna kapitalet överstiger vinstmedlen. Sett i ett *långre* perspektiv och ur samtliga existerande och potentiella ägares synpunkt är det dock *inte* möjligt bibehålla investeringar som är större än hela vinsten. Detta följer av att företagets kapitalvärde definieras som nuvärdet av alla framtida nettoutdelningar.

Om de nyemitterade aktierna endast tecknas av nya ägargrupper är emissionen i princip för de tidigare ägarna att räkna som en riktad emission. För de tidigare aktieägarna i företaget blir då naturligtvis den relevanta frågan i vad mån en sådan nyemission påverkar deras andel av det kapitaliserade värdet av utdelningsinkomsterna negativt eller positivt. Med utgångspunkt i kapitalvärdesformeln kan lätt visas, om vi bortser från avvikelser i aktiernas marknadsvärde från det kapitaliserade nuvärdet av de förväntade utdelningsinkomsterna, att en riktad nyemission har en gynnsam effekt för de tidigare ägarna, förutsatt att emissionsmedlen används så att de ger högre avkastning än de nytillkomna ägarnas förräntningskrav.

Om man ser till den genomsnittliga nyemissionsprocenten för alla företag inom industrin påverkas den av det riskvilliga kapitalets rörlighet mellan olika sektorer och företag, vilken är beroende av hur det riskvilliga kapitalet fördelas på olika företag som har olika räntabilitet och behov att finansiera sina investeringar med externt kapital. Nyemissionsprocenten påverkas dessutom givetvis även av det totala utbudet av riskvilligt kapital. En ökad avkastning torde medföra ett ökat totalt utbud. Detta ökar även om marknaden tillförs nya institutioner och grupper, som är villiga att placera medel till den rådande avkastningen. Tillkomsten av fjärde AP-fonden kan vara ett exempel på detta. Den ger industrin ett tillskott av riskvilligt kapital då den vid riktad emission (och även vanlig) köper nyemitterade aktier.

Förändringen i industrins kapitalstruktur

Vi skall i detta avsnitt behandla de förändringar i industrins kapitalstruktur de finansiella flödena ger upphov till. För att mot bakgrund av den historiska utvecklingen bättre kunna bedöma rimligheten i prognoserna, inleder vi med en diskussion av vissa viktiga faktorer som påverkar företagets val mellan eget och främmande kapital, dvs. skuldkvoten.

I vår enkla kalkylmodell bestäms upplåningen genom rekursiva samband och påverkar ej industrins investeringar. I verkligheten påverkar skuldsättningen som tidigare nämnts företagens investeringsvilja, dvs. företaget investerar i en sådan omfattning att soliditetsmålet uppfylls.

Av leveragesambandet i ekvation (1) framgick att det egna kapitalets räntabilitet R_E kan höjas genom en ökad inlåning. Om låneräntan antas stiga med en ökad skuldkvot stiger den egna räntabiliteten så länge den marginella låneräntan är lägre än totalräntabiliteten. Om så är fallet kan den negativa effekten på R_E som följer en nedgång i totalräntabiliteten motverkas genom att man ökar den relativa upplåningen i företaget.

Låt oss även här knyta an till den tidigare använda modellansatsen och anta att företagets mål är att maximera kapitalvärdet. Den optimala skuldkvoten (S/E) finner vi genom att derivera kapitalvärdessambandet (3) med avseende på skuldkvoten (S/E) och sätta derivatan = 0. Med hänsyn till identiteten för R_E och ett antagande om att låneräntan är en positiv funktion av skuldkvoten enligt

$$i_c = i_c \left(\frac{S}{E} \right) \text{ där } \frac{\partial i_c}{\partial \left(\frac{S}{E} \right)} > 0 \quad (5)$$

ger denna maximering följande optimivillkor

$$R_T = i_c + \frac{S}{E} \cdot \frac{\partial i_c}{\partial \left(\frac{S}{E} \right)} \quad (6)$$

där R_T = räntabilitet på totalt kapital

S = skulder

E = eget kapital

i_c = genomsnittlig låneränta.

Av (6) framgår att företaget skall välja en sådan skuldsättningsgrad att låneräntan på marginalen skiljer sig från avkastningen på det totala kapitalet med produkten av skuldkvoten och låneräntefunktionens derivata. En sänkning av den allmänna räntenivån (hela låneräntefunktionen skiftar nedåt) medför följaktligen en höjning av den optimala skuldkvoten. Vidare ser vi att en ökad totalräntabilitet, t. ex. genom produktivhetsförbättringar eller förmånlig prisutveckling, likaså medför att den optimala skuldkvoten höjs.

Att låneräntan stiger med ökad relativ inlåning bygger på hypotesen att ökad inlåning, allt annat lika, ökar den finansiella risken för långivarna.¹⁴ Dessa tar i sin riskbedömning in även andra faktorer, som t. ex. företagsledningens kompetens och marknadssituationen i stort. Inte minst påverkas bedömningen av hur de finansiella resurserna utnyttjas, om företaget satsar på riskfyllda projekt eller ej och av hur tillgångarna är placerade. Den finansiella risk i ett företag som följer av en ökad upplåning kan motverkas av om man på aktivsidan ökar andelen tillgångar som är lätta att avyttra – man ökar då sin betalningsberedskap. Ett exempel på detta är att företaget ökar de finansiella tillgångarna i förhållande till de materiella.

t. ex. Lerner and
Ston: *A Theory of
ncial Analysis.*

Tabell 4 Genomsnittliga årliga tillväxttakter för kapitalmåtten (procent)

	1965-74	1974-80	
		0-alt.	1-alt.
1. Materiellt kapital	9,3	12,1	13,9
2. Finansiellt kapital	15,6	13,0	15,0
3. Skulder	16,1	13,0	15,5
4. Eget kapital	7,6	11,8	12,9
5. Totalt kapital	11,1	12,4	14,3

Anm. Det materiella kapitalet är värderat till återanskaffningsvärde. För de materiella anläggningstillgångarna har vi antagit att investeringarnas genomsnittliga livslängd är 15 år. Vid beräkning av ett visst års kapitalstock har kvarvarande del av tidigare års investeringar räknats upp till årets investeringsvaruprisnivå.

Tabell 5 Industrins kapitalstruktur 1965-80
Miljarder kr

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

I Sverige har upplåningen vuxit snabbare än det totala kapitalet sedan mitten på 1960-talet. Av tabell 4 framgår att tillväxten av industrins skulder mellan 1965 och 1974 var 16,1 % i genomsnitt per år mot 11,1 % för det totala kapitalet. Utvecklingen har medfört att soliditeten sjunkit markant. Mätt som eget kapital inklusive hela det obeskattade kapitalet i relation till det totala kapitalet (exklusive handelsskulder) sjönk den från 66 % 1965 till 50 % 1974, vilket framgår av tabell 5. Hur soliditeten utvecklas om man använder alternativa soliditetsmått redovisas i appendix D.

Det är svårt att bestämt säga vad som ligger bakom denna historiska förändring. Tänkbart är att företagen tvingats öka sin skuldsättning för att kunna genomföra mer långsiktigt bestämda investeringsplaner. Det är ej heller osannolikt att det skett förändringar i någon eller några yttre faktorer, som exempelvis totalräntabilitet och finansieringskostnader, vilka medfört att företagen, oberoende av långsiktiga bindningar vad gäller investeringsverksamheten funnit det fördelaktigt att öka sin skuldsättning i relation till det totala kapitalet.

Vad som även talar för att företagen på detta sätt frivilligt kan ha valt att sänka sin soliditet är bl. a. att utbudet ökat av förmånliga krediter på kapitalmarknaden (se avsnittet om den organiserade svenska kreditmarknaden), vilket gjort att de kunnat låna mer utan att behöva öka sitt finansiella risktagande i motsvarande mån. En sådan sänkning av soliditeten kan även

förklaras av att det finansiella kapitalet har vuxit snabbare än det materiella.¹⁵ Detta speglas i att finanskvoten som uttrycker förhållandet mellan dessa kapitalstockar ökade från 32 % 1965 till 52 % 1974.

I bägge prognosalternativen beräknas de finansiella tillgångarna fortsätta att växa snabbare än de materiella, medan soliditeten beräknas fortsätta att sjunka. Nedgången i soliditeten blir dock något större i alternativet med stark industriexpansion än i det offentlig-expansiva.¹⁶

Industrins räntabilitet och tillväxten i eget kapital

En viss förbättring av totalräntabiliteten har inträffat mellan slutet av 1960-talet och början på 1970-talet. Detta förklaras till stor del av den snabba produktprisstegring som ägt rum efter år 1972. Av tabell 6 framgår att under högkonjunkturåret 1974 uppgick totalräntabiliteten till nära 9 %, vilket är ett värde som ligger en bra bit ovanför den genomsnittliga räntabiliteten för perioden 1966–69 och 1970–73, som var 5,6 respektive 6,0 %.¹⁷

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

Procentuellt är uppgången i räntabiliteten på eget kapital¹⁸ efter skatt

¹⁵ Uppgången i finanskvoten kan ha orsakats av den koncentrationsprocess som ägt rum inom industrin under 60-talet och början av 70-talet. Om exempelvis samgående mellan företagen leder till en uppkomst av allt större koncernbildningar betyder detta samtidigt en expansion relativt sett av företagets finansiella tillgångar i form av aktier och fordringar i andra företag. En annan bidragande faktor till förändringen i finanskvoten kan vara att kreditförmedlingen inom själva företagssektorn har ökat i betydelse. För att undersöka i vilken utsträckning den finansiella strukturen påverkas av den uppblåsning/aggregeringen av hela industrin innebär redovisar vi i appendix balansräkningar där vi försökt konsolidera den svenska industrin samt för 42 större industrikoncerner. För att de finansiella tillgångarnas andel ökat snabbt som en följd av en ökad koncentration inom industrin talar att andelen av finansiella tillgångar i 'AB Svensk industri' ökat i en lägre takt än för den aggregerade industrin och för 42 stora industrikoncerner har t. o. m. de finansiella tillgångarnas relativa betydelse minskat mellan 1965 och 1974.

¹⁶ Hur kapitalstockarna utvecklas de enskilda åren mellan 1975–80 enligt vår prognosmodell redovisas i appendix E.

¹⁷ Observera att nivån på vårt räntabilitetsmått påverkats av att avskrivningarna är baserade på återanskaffningsvärdet, och att realiserade prisvinster på lager men ej värdestegringsvinsterna på anläggningar inkluderats i vinsten.

¹⁸ I jämförelse med andra publicerade mått på det egna kapitalets räntabilitet bör man hålla vår definition av eget kapital i minnet. Vi inkluderar hela det obeskattade kapitalet. (Detta sänker givetvis räntabiliteten i förhållande till de fall då man inte alls inkluderar det obeskattade kapitalet eller endast gör det delvis.) Den upplåning som prognosen avser är den som kommer från andra sektorer i ekonomin. Liksom i de beräkningar som görs för hela ekonomins olika sektorer betraktar vi inte latent skatteskulder som sådan upplåning. Dessa svarar ej mot finansiella flöden mellan sektorerna och i den finansiella kalkylen för hela ekonomin räknas ej dessa skatteskulder som utlåning från stat och kommun. I konsekvens med detta behandlas hela det obeskattade kapitalet som eget kapital, vilket givetvis även påverkar skuldkvotens storlek och nivån på den genomsnittliga låneräntan.

Tabell 6 Industrins räntabilitet på totalt och eget kapital 1966–1980

	Genomsnitt per år			1980	
	1966– 1969	1970– 1973	1974	0-alt.	I-alt.
1. Totalräntabilitet före skatt (R_T) %	5,6	6,0	8,9	7,1	8,1
2. Låneränta (i_C) %	4,7	4,9	5,5	5,5	5,5
3. Skuldkvot ($\frac{S}{E}$)	0,67	0,90	1,01	1,0	1,16
4. Räntabilitet på eget kapital före skatt; $R'_E = R_T + (R_T - i_C) \frac{S}{E}$ %	6,2	6,9	12,3	8,8	11,1
5. Vinstskattesats (t_v) %	40	29	28	28	28
6. Räntabilitet på eget kapital efter skatt $R_E = (1 - t_v) R'_E$ %	3,7	4,9	8,9	6,3	8,0

ännu större, vilket har haft sin grund i att ökade överavskrivningar, investeringsavdrag och dylikt sänkt den effektiva skattesatsen.

Totalräntabiliteten kommer i bägge prognosalternativen att sjunka från 1974 års höga värde på 8,9 %. Eftersom låneräntan antagits vara oförändrad kommer räntedifferensen att minska. Detta och den sänkta nivån på totalräntabiliteten påverkar det egna kapitalets räntabilitet negativt. Denna sänkning motverkas i bägge alternativen av en höjd skuldkvot. Nettoeffekten på det egna kapitalets räntabilitet blir dock en kraftig sänkning i bägge fallen från 12,3 % före skatt 1974 till 8,8 och 11,1 % i respektive 0- och I-alternativet.

Den relativa tillväxten i eget kapital v_E utgörs enligt (2) av summan av den återplöjda vinsten i procent av eget kapital (dvs. den icke utdelade nettovinsten efter skatt), genom nyemission tillfört eget kapital i procent av eget (nyemissionsprocenten) och icke realiserade värdestegringar i procent av eget kapital (z). Beräkningarna av v_E , uppdelad på olika komponenter enligt våra kalkyler sammanfattas i tabell 7. Vi ser att denna värdeökning-komponent svarar för mer än hälften av det egna kapitalets tillväxt. Denna procent har varit stigande och beräknas även för prognosperioden spela en betydande roll för den monetära kapitalackumuleringen. Denna utveckling kan sägas spegla den allt snabbare kostnads- och prisstegringstakten. Nyemissionernas betydelse är relativt liten, om än ökande.

De ekonomisk-politiska medel som myndigheterna till stor del använder för att stimulera tillväxten i företagens egna kapital är förmånliga avskrivningsregler och dylikt, som verkar via en sänkt effektiv skattesats. Det kan därför vara av intresse att undersöka hur dessa regler påverkat industrins finansiering jämfört med det fall företagen faktiskt skulle ha behövt betala en 50 %-ig vinstskatt på hela vinsten inklusive icke realiserade värdeökning-vinster. Det kapital som genom den del av de bokförda avskrivningarna, som ej motiveras av fysisk förslitning eller obsolescence,¹⁹ och andra skattelättnader förs undan från beskattning kommer tillsammans med icke realiserade värdestegring-vinster att utgöra företagets obeskattade kapital eller dolda reserv. Hälften av detta är att betrakta som en latent skatteskuld.

¹⁹ Vi har i kalkylerna antagit att investeringarna har genomsnittliga livslängd är 15 år. Vid beräkning av kalkylmässiga avskrivningar och kapital stock ett visst år har tidigare års investeringar räknats upp till detta års investeringsvaruprisnivå. Materiella anläggningstillgångar i slutet av år t

$$= \sum_{n=1}^{15} I_{t-n-1} (1 + \frac{n}{15})$$

där I_t står för investeringarna år t.

Tabell 7 Tillväxten av det egna kapitalet uppdelad på olika komponenter

	Relativ ökning i eget kapital	(1-utdelnings- procenten)	Räntabilite- ten på eget kapital ef- ter skatt	Nyemissioner i procent av eget kapital	Värdestegring på materiella anläggnings- tillgångar
	v_E	$= (1-u)$	$\cdot R_E$	$+ b$	$+ z$
1965-1969	4,1	(1-0,54)	3,7	0,3	2,1
1969-1973	9,0	(1-0,42)	4,9	0,5	5,2
1974-1980	0-alt. 11,8	(1-0,40)	7,0	0,8	6,8
	1-alt. 12,9	(1-0,40)	8,8	0,8	6,8

Observera att ökningen i det beskattade egna kapitalet enligt denna beräkning inte är densamma som ökningen i det bokförda egna kapitalet, eftersom även detta tillförs medel som endast är beskattade i begränsad utsträckning.

Vi har här sökt göra en grov beräkning av ökningen i det beskattade egna kapitalet och i den latent skatteskulden. Beräkningstekniskt har vi utgått från att skattekrediter utgörs av skillnaden mellan den kalkylerade och den faktiskt betalda skatten. Detta ger oss i sin tur förändringen i den dolda reserven. Genom att dra ökningen i den obeskattade reserven från skillnaden mellan ökningen av tillgångar och ökningen av skulder (exklusive latent skatteskulder) erhålls ökningen av det beskattade egna kapitalet sedan som en restpost.

Tabell 8 visar den relativa tillväxten för olika kapitalmåt. Den årliga tillväxttakten i beskattat eget kapital har varit mycket måttlig. Av denna tillväxt svarar nyemissionerna för nästan en procentenhet. Återplöjda beskattade vinstmedel skulle således ha svarat för ungefär lika mycket som nyemissionerna. För ökningen av det beskattade egna kapitalet spelar således nyemissionerna väsentligt större roll än vad som framgår av tabell 7.

Vi ser också att industrins expansion i hög grad har finansierats genom skattekrediter.²⁰ Möjligheterna att utnyttja skattekrediter vid givna skatteregler beror på investeringstakt och inflationstakt. Sjunker investeringstakten kommer den effektiva skattesatsen att öka.²¹

²⁰ Begreppet latent skatteskuld har här getts en mycket vid innebörd, eftersom det inkluderar framtida skatt på ännu ej realiserad kapitalvinst. Även om man på traditionellt sätt räknar latent skatteskuld som skillnaden mellan skatt efter kalkylmässiga och efter bokföringsmässiga avskrivningar har skatte-krediten vuxit.

²¹ Se Södersten, J (1977) för en utförlig analys, *Bolagsbeskattningens verkningar*, SOU 1977:87, bilaga 2.

Tabell 8 Tillväxttakt per år för olika kapitalmåt 1965-1974
Löpande priser. %

Totalt kapital	11,1
Materiellt kapital	9,3
Finansiellt kapital	15,6
Skulder exkl. latent skatteskuld	16,1
Obeskattad reserv	10,8
Beskattat eget kapital	2,0
Eget kapital + 1/2 obeskattad reserv	6,1
Eget kapital + obeskattad reserv	7,6

Anm.: Eget kapital + obeskattad reserv = totalt kapital - (skulder exkl. latent skatteskuld).

Tabell 9 Nyemissioner och vissa finansiella kvotter i I-alternativet 1980 vid olika antaganden om den reala räntabiliteten på eget kapital efter skatt. Soliditet 1980 = 46,3 %.

Real räntabilitet på eget kapital efter skatt %	Nyemissioner mkr	Nyemissioner i procent av eget kapital	Självfinansieringsgrad %	Löneandel %
4	9 393	5,4	59,8	78,0
5	6 994	4,0	62,6	76,2
6	4 595	2,6	65,4	74,4
7	2 182	1,3	68,3	72,6

Nyemissioner och räntabilitet

Vi utgår ifrån att utvecklingen av produktion, investeringar och finansiella stockar, dvs. soliditet, är densamma som redovisats i föregående avsnitt. Under denna förutsättning undersöks vilka krav på nyemissioner som ställs vid olika räntabilitetsantaganden. I dessa kalkyler är således räntabilitet och soliditet exogena, medan nyemissionerna är endogena. Dessa modelllösningar visar industrins nyemissionsbehov eller "efterfrågan" vid olika räntabilitetsantal. Vi kan inte välja ut den mest realistiska bland dessa lösningar utan större kunskaper om utbudsfunktionens utseende. Det vore därför önskvärdt att kvantitativt kunna fastställa hur utbudet av riskvilligt kapital påverkas av förändringar i avkastningen. Visste vi det skulle vi kunna bestämma marknadslösningen som skärningspunkten mellan dessa efterfråge- och utbudssamband.

Då vi anser att en sådan bestämning skulle vara förknippad med en alltför stor osäkerhet avstår vi och väljer i stället att diskutera relationen räntabilitet och nyemissioner i termer av olika lösningar, som framkommer ur vår modell.

Diskussionen genomförs för I-alternativet för år 1980. Då vi håller för sannolikt att det är den reala avkastningen som är den relevanta för *utbudet* av riskvilligt kapital har vi här använt ett renodlat reallt mått på det egna kapitalets räntabilitet.²²

Kalkylen genomförs med antagandet att den reala räntabiliteten på eget kapital efter skatt 1980 blir respektive 4, 5, 6 och 7 %. Den reala räntabiliteten enligt huvudkalkylen beräknas i I-alternativet bli drygt 7 % år 1980. Detta är en hög siffra jämfört med genomsnittet för perioden 1965-73, som låg kring 3 %.

Tabell 9 kan sägas visa industriföretagens behov av nyemissionsmedel i de olika alternativen för att klara investeringarna utan att soliditeten sjunker under 46,3 %, dvs. att upplåningen 1980 inte blir större än vad som förutsatts i de tidigare redovisade prognoserna för I-alternativet. En sänkt räntabilitet medför ett ökat nyemissionsbehov. Vi ser t. ex. att vid 4 % real räntabilitet på eget kapital efter skatt behöver nyemissionerna uppgå till ca 9,4 miljarder kronor, vilket är ca 8 miljarder mer än i huvudkalkylen och svarar mot en nyemissionsprocent, som är 5,4. Vidare ser vi att vid 6 % räntabilitet, dvs. en dubbelt så hög nivå som den historiska jämförelsenivån krävs 4,6 miljarder eller ungefär tre gånger så mycket som i huvudprognosen. Ta-

²² Prisvinster inkluderade varefter räntabilitetsmätningen justeras ned med köpkraftsförändringar (dvs. förändringen i de allmänna prisnivån). Förändringen i den allmänna prisnivån kan mätas på olika sätt. Vi använder oss här av förändringen i konsumentprisindex, då vi tror att detta mått ger en god bild av hur den genomsnittlige aktieägarens köpkraft påverkas.

bellen visar även hur självfinansieringsgrad och löneandel blir i de olika fallen.

För utbudet är den centrala frågan hur känslig viljan att satsa riskvilligt kapital är för variationer i den reala avkastningen på eget kapital efter skatt.

För perioden 1965–73 var den genomsnittliga nyemissionsprocenten knappt 0,5, medan den reala avkastningen på eget kapital efter skatt var ca 3 %. Med dessa historiska data som utgångspunkt betraktar vi de olika modellösningarna.

Är det sannolikt att en ökning av den reala avkastningen med cirka 2 procentenheter ger ett åttafaldigande av nyemissionsprocenten? Vore det rimligt skulle I-alternativet kunna genomföras med de restriktioner som uppställts här utan att löneandelen behövde sänkas.

För att de prognosticerade investeringarna skulle kunna genomföras i det fall den reala räntabiliteten på eget kapital efter skatt är 7 % krävs att en dryg fördubbling av den reala avkastning på eget kapital efter skatt medför att nyemissionerna i relation till det egna kapitalet ungefär trefaldigas. En sådan utveckling skulle dock medföra en markant nedgång i löneandelen jämfört med genomsnittet för 1960- och 1970-talen.

Slutsatsen av dessa mycket förenklade kalkylmässiga samband är att om inte utbudselasticiteten för riskvilligt kapital är mycket hög så måste den reala räntabiliteten på eget kapital höjas kraftigt jämfört med genomsnittliga nivå sedan mitten på 1960-talet. Annars kommer inte nyemissionsmedlen att räcka till för att de kalkylerade investeringarna skall kunna genomföras utan att soliditeten sjunker under den kritiska nivå som beräknats i huvudkalkylen.

Prognosens rimlighet

Vi skall här söka bedöma om det är sannolikt att industrin kommer att genomföra sina investeringar mot bakgrund av den finansiella utveckling som följer av de i huvudsak från LB, exogena antagandena. Sedan LB-kalkylerna genomfördes har en icke oväsentlig del av prognosperioden förflutit. Vi skall därför här diskutera realismen i gjorda antaganden och prognosens fortsatta relevans.

I såväl alternativet med långsam som det med snabb industritillväxt medför utvecklingen enligt kalkylerna en fortsatt sänkt soliditet. Vi bedömer det rimligt att industrin accepterar en viss fortsatt nedgång i soliditeten, eftersom räntabiliteten i bägge prognosalternativen beräknas ligga på en högre nivå än på slutet av 1960-talet och början på 1970-talet. I det industriexpansiva alternativet är dock soliditetsförsämringen så pass kraftig att ett fortsatt ökat utbud av förmånliga krediter sannolikt är av stor betydelse. Att soliditeten sjunker i denna omfattning trots att räntabiliteten i detta alternativ förutsätts ligga på en för svenska förhållanden mycket hög nivå (man måste gå tillbaka till början på 1950-talet för att hitta lika höga räntabilitetstal) förklaras till stor del av att priserna på kapitalvaror antas stiga snabbare än produktpriserna. Detta antagande stöds av att en sådan utveckling gällit i genomsnitt sedan mitten på 1960-talet. Det ligger också till grund för de finansiella analyser som gjorts i LB. Av de känslighetsanalyser som genomförts i bilaga 8 till LB (tabell 8:5) framgår det att den

genomsnittliga årliga produktprisökningen måste överstiga investeringsvaruprisökningen med ca 1 procentenhet för att utvecklingen ej skall medföra en sänkt soliditet. En sådan prisrelation fann man dock mindre sannolik i analysen i LB.

Här kan nämnas att vi även utfört kalkyler för att se vilka löneökningar som är möjliga vid den angivna investeringsvolymen utan att soliditeten försämras. Vi fann att detta kan ske endast genom en avsevärt långsammare löneökningstakt. I I-alternativet skulle det innebära att lönerna inte fick stiga snabbare än ca 7 % per år mellan 1974 och 1980, vilket betyder en sänkning av löneandelen till en nivå under 60 % 1980 samtidigt som det skulle innebära att avkastningen på eget kapital efter skatt 1980 nära nog fördubblades. En sådan utveckling tror vi inte heller är möjlig.

Vår uppfattning är att den finansiella utvecklingen i bägge prognosalternativen innebär att industrins investeringar kan genomföras. Vi har dock bedömt det som nödvändigt att 1974 års höga vinstnivå måste hållas i genomsnitt under perioden 1975-80 för att det industriexpansiva alternativet skall kunna realiseras. Denna förutsättning är mot bakgrund av utvecklingen 1974-77 ytterst realistisk. De snabba kostnadsökningarna, inte minst de kraftiga löneökningarna 1975 och 1976, har radikalt sänkt industrins lönsamhet sedan 1974. Utvecklingen, som bl. a. till följd av den höjda svenska kostnadsnivån medfört en försämrad internationell konkurrenskraft, har inneburit att industriproduktionen minskat med närmare 2 % per år mellan 1974 och 1977. Industriinvesteringarna har under samma period minskat med i genomsnitt ca 4 % per år. Det är därför mindre sannolikt att de i kalkylerna förutsatta produktions- och investeringsökningarna kommer att förverkligas till 1980. (Det är inte heller troligt att målet med balans i utrikesbetalningarna kommer att kunna uppfyllas år 1980.)

Vi kan här använda 0-alternativets kalkyler för att partiellt studera vad som händer när löneandelen antas vara den mer normala eller 75 % samtidigt som industriinvesteringarna mer än halveras. Soliditeten kommer i detta fall att sjunka mycket måttligt som en följd av att den årliga produktions-tillväxten i 0-alternativet antas ligga en dryg procentenhet under den i I-alternativet. Om produktions-tillväxten sjunker ytterligare en procentenhet, medan investeringarna blir desamma som i 0-alternativet, kommer skuld-kvoten att öka med ca 5 procentenheter.

De problem svensk ekonomi idag 1977 står inför med ett underskott i bytesbalansen som beräknas bli ca 16 miljarder kronor, tror vi dock kan beskrivas i termer av våra prognosalternativ. För att klara de externa balansmålen samt tillväxten på lång sikt krävs industriinvesteringar av den omfattning som förutsätts i I-alternativet. Om lönsamheten blir lägre än den som antagits i kalkylerna kommer företagen sannolikt inte att investera i den utsträckning som detta alternativ förutsätter för samma period. En möjlighet i en sådan situation att ändå bibehålla en relativt hög investeringsnivå i industrin är att öka de direkta statliga investeringarna inom industrin och/eller öka insatsen av selektiva ekonomisk-politiska medel så att de privata industriinvesteringarna stimuleras. I IUI:s långtidsbedömning diskuteras därför en alternativ finansieringsväg för industrin som vi kallade för en skattefinansierad industriexpansion.

De statliga transfereringarna till företagssektorn har ökat kraftigt under

senare år och denna trend kan tänkas fortsätta. Staten satsar riskvilligt kapital med lågt förräntningskrav, eventuellt i kombination med investeringsbidrag, subventioner och lån etc. Det betyder att kravet på en räntabilitetsförbättring blir mindre. Lönernas andel av industrins förädlingsvärde kan därmed hållas uppe, men löntagarna kommer via statliga skatter och avgifter att återbetala en del av lönen till företagen. Ett större inslag av skattefinansierad industriexpansion betyder dock sannolikt att tyngdpunkten allimer skulle förskjutas mot selektiv industripolitik. Detta kan lätt minska effektiviteten i användningen av kapitalresurserna och därigenom påverka produktiviteten. Produktivitetsutvecklingen i industrin kan därför inte ses isolerad från finansieringssättet. Man kan alternativt uttrycka saken så att om investeringarna sker i fel branscher och fel företag så medför det att man trots stor investeringsvolym ändå inte får snabbare tillväxt eller bättre extern balans. Risken är i dag extra stor att fatta fel investeringsbeslut efter de kraftiga förskjutningar i priser och vinstförutsättningar som skett mellan olika marknader. Samma förhållande förklarar även att vi i dag har ett stort strukturproblem. Vinstförutsättningarna har försämrats för våra traditionellt tunga branscher. En subventionspolitik som bygger på stödåtgärder åt företag och branscher med akuta problem idag och dåliga framtidsutsikter riskerar därför att på längre sikt leda till ett sämre resultat än om man inte gör något alls.

De krav som ställs på tillförsel av riskvilligt kapital är sålunda helt olika, beroende på vilken utvecklingsväg man väljer för ekonomin. Det är endast i ett industriexpansivt alternativ som man i någon mening kan tala om knapphet på riskvilligt kapital och som skulle kunna föranleda speciella åtgärder av olika slag, dvs. att den tillförsel av riskvilligt kapital i form av nedplöjda vinstmedel och nyemissioner, som uppkommer vid jämvikt på kapitalmarknaden är otillräcklig i förhållande till de krav de ekonomisk-politiska målsättningarna ställer.

II. Utbudet av riskvilligt kapital och hushållens tillgångsval

En central fråga för kapitalmarknadsutredningen har varit hur näringslivets försörjning med riskvilligt kapital skall tillgodoseas. De krav på investeringar inom industrin som följer av mer övergripande samhällsekonomiska målsättningar, kräver i sin tur att industrin tillförs riskvilligt " eget kapital" genom nedplöjning av vinstmedel eller nyemission av aktier. Detta för att man skall kunna genomföra de erforderliga investeringarna utan att soliditeten sjunker under en viss, för företagen känslig, nivå. En "brist" på riskvilligt kapital från den privata marknaden uppkommer normalt om avkastningen på det egna kapitalet, som redan finns i företagen, faller under den nivå, där alternativinvesteringar ger bättre avkastning. Företagen kommer i ett sådant fall inte att investera i den utsträckning som de samhällsekonomiska målen kräver. Exakt var denna nedre kritiska nivå ligger känner vi ej till särskilt väl. Vi kan antaga att faktorer som det svenska skattesystemet, inflationstakten, räntenivån och lönsamheten inom industrin i andra industriländer spelar en stor roll här.²³ En "för låg" lönsamhet för att de

Det är mycket möjligt att ett av skälen till den kraftiga sänkningen av avkastningen i svensk industri (se Eliasson, *Industrikonjunkturen*, lösten 76, sid. 176 ff.) sedan mitten av 50-talet fram till våra dagar inte ligger till en kraftigare ödgång i investerings-ersamheten till stor del berodde på en liknande lönsamhetsutveckling i örtalet konkurrerande länder.

samhällsekonomiska målen skall klaras innebär dock inte att det föreligger någon brist på riskvilligt kapital i någon marknadsmening. Företagen investerar så mycket som de önskar med hänsyn till den rådande och den förväntade avkastningen och hushållen placerar en så stor andel av sina tillgångar i form av riskvilligt kapital som de önskar med hänsyn till räntabiliteten.

Tillförseln av riskvilligt kapital har självfallet en stor betydelse för industrins expansion. Om utbudet av riskvilligt kapital ökar, allt annat lika, så ökar expansionen. Utbudet skulle öka om hushållen vore villiga att placera en ökad andel av sina tillgångar i aktier. Under senare år har emellertid utvecklingen gått i motsatt riktning. Hushållssektorn som helhet har varit nettosäljare av aktier. För att finna orsaken till denna utveckling diskuterar vi i detta avsnitt en teori för hushållens utbud av riskvilligt kapital. Vi undersöker sedan med denna som utgångspunkt hushållens faktiska tillgångsval.

Priset på risk

Utbudet av riskvilligt kapital bestäms – givet det totala utbudet av kapital – av hur hushållen väljer att fördela kapitalet mellan finansiella tillgångar med olika risk. För att placera kapital i tillgångar med högre risk förutsätts att hushållen ställer högre krav på avkastning. Hushållen förutsätts således ha en viss riskaversion. Ju högre hushållens krav på riskersättning desto mindre andel av hushållens kapital placeras i aktier med en viss risk och desto större andel placeras i riskfria tillgångar.

För att närmare belysa detta placeringsval och avvägningen mellan avkastning och risk skall vi här använda oss av ett portföljvalsteoretiskt resonemang.

Vår utgångspunkt blir att anta att det finns olika aktier som skiljer sig vad avser förväntad avkastning (\bar{r}) och spridning (standardavvikelse) i avkastning $s(r)$. I figur 1 har aktierna A och B kombinerats. Placeringar i aktien A antas ge en relativt låg avkastning samtidigt som risken (spridningen i avkastningen) vid placering i denna är tämligen låg. Aktien B ger en högre avkastning än A, men risken är också större. Om avkastningen på respektive aktie är slumpmässigt fördelad blir variansen för den totala avkastningen en funktion av variansen för respektive akties avkastning och kovariansen mellan dem. Den förväntade avkastningen (\bar{r}) på en kombination av de två aktierna blir

$$\bar{r} = a \bar{r}_A + (1-a) \bar{r}_B \quad (7)$$

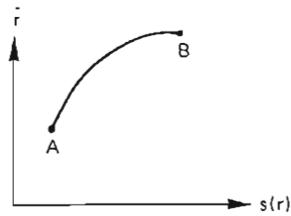
där a anger den andel av tillgångarna som placeras i aktie A och $(1-a)$ följaktligen den andel som placeras i B-aktier.

Spridningen (variansen) s^2 i avkastningen för denna kombination av aktierna A och B blir då

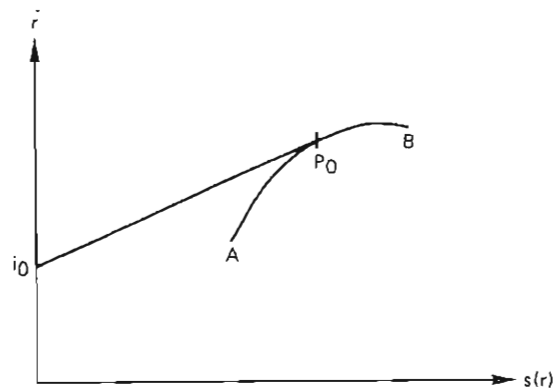
$$s^2 = a^2 \cdot s^2(r_A) + (1-a)^2 \cdot s^2(r_B) + 2a \cdot (1-a) \cdot \rho_{AB} \cdot s(r_A) \cdot s(r_B) \quad (8)$$

där $s^2(r_A)$ och $s^2(r_B)$ står för variansen i avkastningen för respektive aktie A och B och ρ_{AB} är korrelationskoefficienten för avkastningen på aktie

Figur 1 Avkastning och standardavvikelse vid placeringar i olika kombinationer av A- och B-aktier



Figur 2 Avkastning och standardavvikelse vid placeringar i olika kombinationer av A- och B-aktier samt riskfria tillgångar



Anm: Kurvan bygger ej på några antaganden om enskilda individers riskpreferens utan endast på ett allmänt antagande om positiv värdering av avkastning och negativ riskvärdering för samtliga individer.

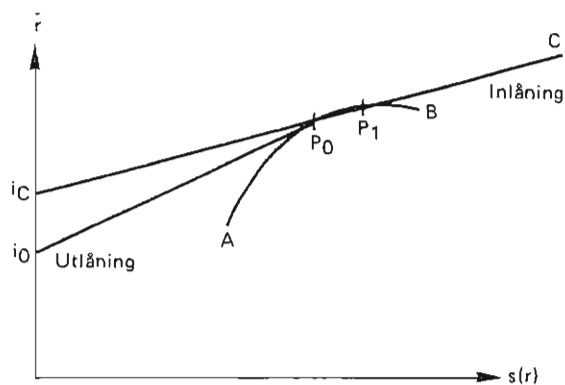
Se t. ex. Fama, E. F. och Miller, M. H. 1972: *The Theory of Finance*. Holt, Rinehart and Winston, Inc.

Om avkastningen på de två aktierna är perfekt korrelerad ($\rho_{AB} = 1$) blir sambandet en rät linje mellan A och B. I det andra extremfallet ($\rho_{AB} = -1$) när avkastningen på de två aktierna samvarierar perfekt negativt kan sambandet beskrivas av två strålar från en punkt på \bar{r} -axeln till A resp. B. Med mer sannolika antaganden om korrelationen mellan de två aktiernas avkastning kommer sambandet att kunna beskrivas av en kurva som är konvex uppåt.

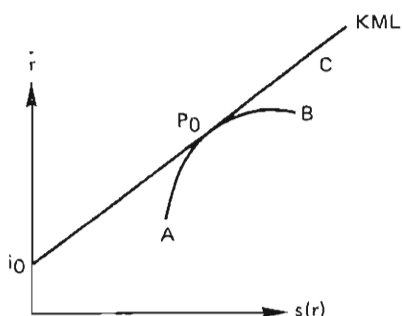
A respektive B. Med rimliga antaganden om kovariansen får sambandet mellan förväntad avkastning (\bar{r}) och spridningen i den förväntade avkastningen, mätt som standardavvikelse $s(r)$, vid olika aktiekombinationer det utseende som figur 1 visar²⁴. Ju större risk placeraren är beredd att ta desto mer ökar avkastningen.²⁵

Vi antar att alla placerare föredrar aktier med en given förväntad avkastning och med en viss risk (spridning) framför dem som ger samma förväntade avkastning med en större risk. Vid given risk föredras den aktie som ger högst förväntad avkastning. Innebörden av detta är att alla aktier som har förväntad avkastning och spridning som placerar dem till höger om och nedanför kurvan AB är sämre som placeringsobjekt än aktie A, B eller kombinationer av dessa. I det fall inga andra aktier ligger ovanför och till vänster om kurvan AB kan denna sägas representera alla effektiva kombinationer av riskbärande placeringar.

Vi antar att det även finns en möjlighet till riskfria placeringar som ger avkastningen i_0 (utlåning till en fast, säker ränta). Valet står då mellan att helt och hållet göra placeringar i riskfria tillgångar, i A-aktier eller B-aktier och att placera i olika kombinationer av två eller tre av tillgångsslagen. De effektiva kombinationerna kan beskrivas av kurvan i_0P_0B i Figur 2, där P_0 är tangeringspunkten på kurvan AB för en linje från punkten i_0 . Skälet till detta är, att för alla punkter på kurvan AB till vänster om P_0 gäller, att man genom att i stället välja aktieportföljen P_0 i kombination med riskfria placeringar kan få en högre avkastning utan att risken ökar. Linjen i_0P_0



Figur 3 Avkastning och standardavvikelse vid placeringar i olika kombinationer av A- och B-aktier samt riskfria tillgångar då det finns möjligheter att låna medel för placeringa.



Figur 4 Kapitalmarknadslinjen

representerar olika effektiva kombinationer mellan aktieplaceringar och riskfri placering.

P_0 betecknar då den portfölj av A och B som är den enda tänkbara i den mån man delvis vill placera i riskfria tillgångar. Att kombinationerna av placeringar i riskfria tillgångar och en given aktieportfölj kan beskrivas av en rät linje följer av att de riskfria placeringarnas standardavvikelse är noll.

I den mån placeraren även kan låna medel för sina placeringar till en fast ränta $i_C > i_0$ kommer de effektiva kombinationerna att representeras av en kurva som går igenom punkterna $i_0P_0P_1$ och som därefter betecknas med C i figur 3. P_1 är tangeringspunkten på AB-kurvan för en linje från punkten i_C .

Beroende på riskpreferens kommer i detta fall placeraren att välja en riskfri placering enbart eller i kombination med P_0 eller att placera i en av aktieportföljerna mellan P_0 och P_1 . En inlåning i placeringssyfte ökar såväl placeringens förväntade avkastning som spridningen i avkastning. Har placeraren en så hög riskpreferens att det motiverar inlåning, kommer han, allt annat lika, att välja att placera allt i portföljen P_1 enligt vår figur.

Låt oss nu göra den förenklingen att vi antar att placeraren kan låna ut och låna in obegränsat till samma ränta ($= i_0 = i_C$).

Vi kommer då endast att få en aktieportfölj P_0 , som är effektiv oavsett placerarens riskpreferens.²⁶ (Figur 4.) Resonemanget kan generaliseras till att omfatta alla riskbärande placeringar. För enkelhetens skull antar vi att det endast är aktier. I den mån andra riskbärande placeringar finns

²⁶ Se Haley, C. H. och Lawrence, D. S., 1973, *The Theory of Financial Decision*. McGraw Hill Inc.

ändras dock ej principerna. Den optimala portföljen P_0 kommer då att innehålla alla på marknaden existerande aktier. Om det skulle finnas aktier som ej ingick skulle deras kurser sjunka tills den förväntade avkastningen blir så hög att aktierna kommer med i portföljen. Alla placerare, utom de som föredrar riskfria placeringar, kommer att placera sina sparmedel helt eller delvis i portföljen P_0 . De som har relativt låg riskpreferens väljer P_0 i kombination med säkra placeringar, medan de med högre riskpreferens placerar i enbart P_0 med ökande grad av upplåning allteftersom riskpreferensen säger. Varje placerare, som i någon utsträckning väljer riskbärande tillgångar, kommer, oavsett hur stort belopp han köper för, att välja aktier i sin portfölj i sådana proportioner i termer av marknadsvärden som de har på aktiemarknaden totalt. C-kurvan visar med andra ord alla kombinationer av riskfria och riskbärande placeringar som individerna vid jämvikt på kapitalmarknaden kan välja mellan. Vi benämner den därför *kapitalmarknadslinje* (KML). I den mån individen vid jämvikt på kapitalmarknaden i någon utsträckning väljer att placera i riskbärande tillgångar kommer han alltså att välja aktieportföljen P_0 , som innehåller samtliga aktier i samma proportioner som de har på marknaden.²⁷ Lutningen på kapitalmarknadslinjen visar hur mycket avkastningen vid jämvikt ökar med ökad risk, och kan tolkas som kostnaden för eller priset på risk. Observera att kurvan inte bygger på några antaganden om de enskilda individernas riskpreferens utan endast på ett allmänt antagande om positiv avkastningsvärdering i kombination med negativ riskvärdering för samtliga individer.

Kapitalmarknadslinjens ekvation kan skrivas

$$r = i_0 + \lambda s \quad (9)$$

där r är avkastningen på de olika kombinationerna av tillgångar som hushållen kan välja, i_0 är avkastningen på riskfria placeringar, s är standardavvikelsen och λ är linjens lutning,²⁸ vilken kan sägas ange priset på risk. Av ekvationen ser vi också att avkastningen r på en kombination av tillgångar kan delas upp i den riskfria räntan (i_0) och ersättningen för risk (λs). Vid valet $s = 0$ (dvs. ingen risk) blir alltså $r = i_0$.

Om exempelvis linjen har en brant lutning uppåt så betyder det att de tillgängliga placeringsalternativen på kapitalmarknaden är sådana att avkastningen höjs väsentligt, när risken ökar något.

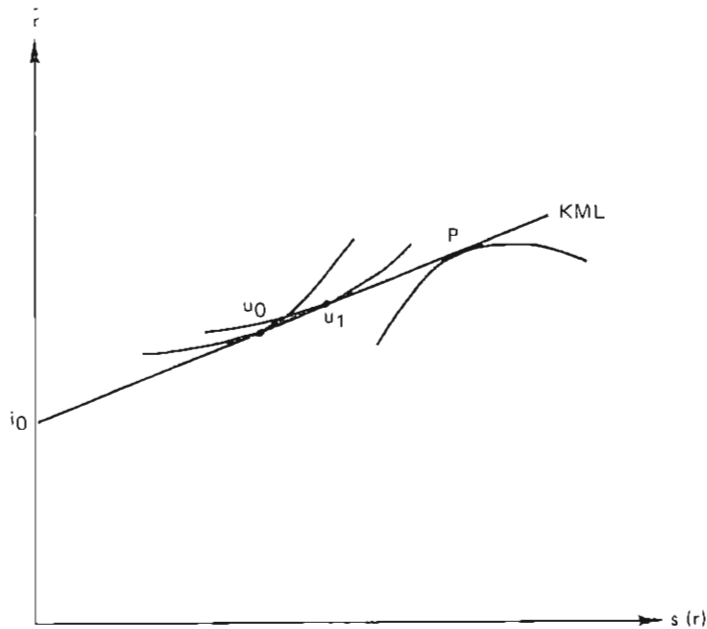
Det är först när man skall avgöra vilken punkt som är att föredra på kapitalmarknadslinjen som den enskilde individens preferenser får betydelse. Individen kommer att välja den kombination som ger högsta nyttan. För hela ekonomin kommer placeringarna i riskvilligt kapital att ske i den proportion som ger det högsta värdet på individernas aggregerade nyttofunktion (= U). Denna proportion finner vi i den punkt där kapitalmarknadslinjen tangerar en aggregerad nyttokurva. (Punkt u_0 i figur 5.)

Genom att välja att placera en viss andel (a) av sina tillgångar i riskfria placeringar, t. ex. banktillgodohavanden, och den återstående delen ($1-a$) i portföljen P kan således hushållen uppnå den kombination av ränta och risk på kapitalmarknadslinjen som ger dem den största nyttan. Under förutsättning att det inte finns något bättre alternativ än aktieportföljen P – i meningen att man inte kan nå högre avkastning vid samma risk, eller lägre risk vid samma avkastning – så är den inritade kapitalmarknadslinjen

Detta innebär således i individen, oavsett hur mycket han skall placera i aktier (relativt och absolut), skall köpa alla aktier i sådana proportioner som jämföras mot P_0 . Detta kan tolkas som att ett rationellt beteende hos placeraren: av små belopp är att öpa andelar i aktiefonder som innehåller alla aktier på marknaden.

²⁷ Skriver vi $\lambda = \frac{r_i - i_0}{s(r_i)}$,

angår det direkt att λ trycker den ökade avkastning som för jämvikt på kapitalmarknaden krävs vid en ökad risk (standardavvikelse).



Figur 5 Val av placeringskombination på kapitalmarknadslinjen. Olika preferenser.

effektiv. Det betyder att man inte kan finna en placering av tillgångar som ligger ovanför linjen.

Om hushållens riskbenägenhet vore större, skulle i termer av vår figur tangeringspunkten flytta längre upp utefter kapitalmarknadslinjen till exempelvis u_1 och en större andel av de finansiella tillgångarna vara placerade i tillgångar P och en något mindre andel i riskfria tillgångar.

Real och finansiell risk

Spridningen i totalräntabiliteten (s_{R_T}) på ett företags samlade tillgångar är ett mått på den *reala* risk (företagsbunden risk) som är förenad med avkastningen på företagets totala tillgångar. Den *finansiella* risken för avkastningen på eget kapital (S_E) beror på hur hög andel av det totala kapitalet som är finansierat med lån.

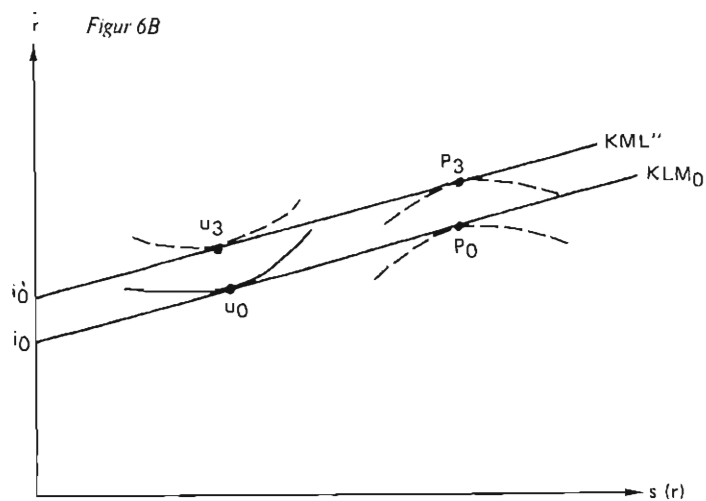
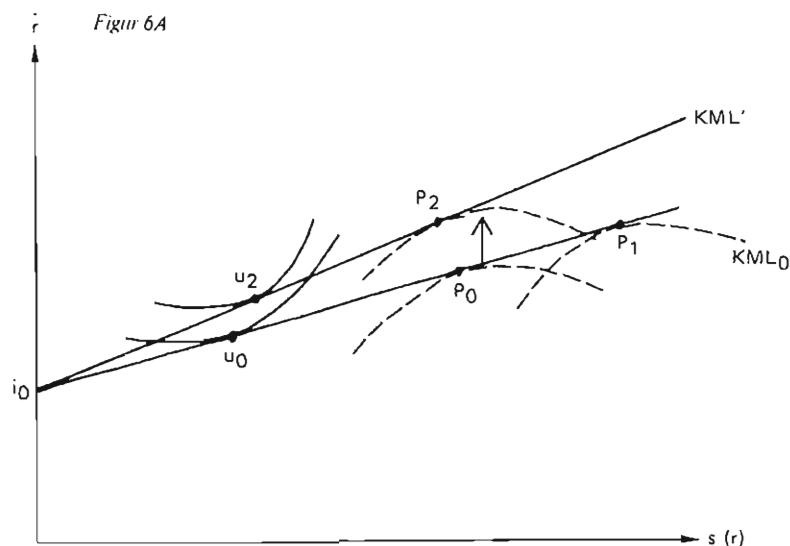
Med utgångspunkt från den s. k. hävstångsrelationen:

$$R_E = R_T + \frac{S}{E} (R_T - i) \quad (10)$$

kan ekvationen för sambandet mellan den reala och finansiella risken – förutsatt att låneräntan har variansen noll – skrivas:

$$s_{E.} = \left(1 + \frac{S}{E}\right) s_{R_T} \quad (11)$$

Den finansiella risk (S_E) som är förenad med kapitalplacering i ett företag och som naturligtvis kan skilja sig mellan företag i olika branscher, storleksklasser etc., stiger med skuldkvotens ökning. Om industriföretagens reala risk samt deras totalräntabilitet är oförändrad, så betyder höjd skuldkvot (sjunkande soliditet) enbart en höjning av räntabiliteten på eget kapital och enligt (11) en mot skuldkvotsökningen proportionell höjning av risken.



Figur 6A och 6B Val av investeringskombination på kapitalmarknaden. Förändrad avkastning och riskstandardavvikelse

En sådan allmän skuldökning i företagen, allt övrigt lika, betyder därmed (också enligt (11)) att portföljen av optimalt aktieplaceringsalternativ flyttas i nordostlig riktning längs kapitalmarknadslinjen från punkten P_0 till P_1 i figur 6A. Hushållen kommer därvid att vid oförändrad riskaversion minska andelen av sina finansiella tillgångar som placeras i aktier och öka andelen placerad i riskfria tillgångar. (Nyttokurvorna har ej ändrats och tangeringspunkten med kapitalmarknadslinjen är fortfarande u_0 .)

Man skulle därför kunna hävda att det förhållandet att hushållen minskat sitt innehav av aktier som framgår av tabell 11 kan sammanhänga med

att företagen försämrat sin soliditet och därmed ökat risken med att placera i aktier.

I figur 6A visar vi även effekten av att avkastningen på riskbärande placeringar höjs vid oförändrad risk (spridning) samtidigt som den riskfria avkastningen antas vara densamma som tidigare. (Aktieplaceringskurvan förskjuts lodrätt uppåt.) Den effektiva portföljen kommer då att representeras av P_2 och kapitalmarknadslinjen vrids i skärmingspunkten med y-axeln till läget KML'. Hushållens nyttofunktion tangerar nu den nya kapitalmarknadslinjen i punkten u_2 , vilket innebär att hushållen jämfört med utgångsläget väljer att placera en större andel av sina tillgångar som riskvilligt kapital.

I figur 6B slutligen visar vi vad som händer när räntabiliteten ökar lika mycket (i absoluta tal) för riskfria placeringar som för aktier vid given risk (parallellskift i kapitalmarknadslinjen till KML"). Den optimala portföljen blir nu P_3 och hushållen kommer att välja en placeringsmix som svarar mot tangeringspunkten u_3 på nyttokurvan.

Med hjälp av portföljvalsteori har vi här diskuterat hur hushållen väljer att fördela tillgångar mellan olika placeringsformer. En intressant fråga är uppenbarligen hur den svenska utvecklingen kan beskrivas i dessa termer.

Av tabell 12 framgår att risken för aktier mätt såsom standardavvikelse i avkastningen under tioårsperioder har varit konstant under de fyra överlappande tioårsperioderna mellan 1950 och 1975. Tolkningen enligt analyschemat i figur 6 skulle därför snarare vara att kurvan för optimala aktieportföljer sjunkit rakt nedåt utan motsvarande sänkning av realräntan på säkra placeringar. Lutningen på kapitalmarknadslinjen har blivit mindre, dvs. ersättningen för risk blivit lägre.

Hushållens tillgångsval

För att få ett grepp om hushållens placeringspolitik studeras lämpligen dels de totala tillgångarnas sammansättning, dels fördelningen av nyplaceringarna. Hushållens placeringar sker dels i materiella, dels i finansiella tillgångar.

I tabell 10 har vi satt upp en balansräkning för hushållen. Siffrorna är med nödvändighet mycket osäkra, i synnerhet värdet av de materiella tillgångarna. Uppgifterna om de finansiella tillgångarna har hämtats från SCB:s statistik. Fordringar och skulder mellan hushållen ingår inte. Av särskilt intresse är att den del av de totala finansiella tillgångarna som är placerad i aktier jämfört med den andel som är placerad i kassa och bank är relativt liten. Hushållens lån är till stor del upptagna mot säkerhet i fastigheter.

Man kan först fråga sig om hushållen genom omplacering av tillgångar kan öka utbudet av riskvilligt kapital. Försöker hushållen att minska sina placeringar i fastigheter, inventarier, antikviteter etc. pressas priset ned på dessa tillgångar, försåvitt inte hushållen kan sälja till utlandet eller staten. Hushållssektorn kan som helhet inte minska sina reala tillgångar. Man kan därför inte som ibland görs gällande, hävda att köp av antikviteter betyder ett minskat utbud av riskvilligt kapital. Om man inte har en omfattande nyproduktion eller import av antikviteter så kan inte köp av antikviteter dra undan några pengar för finansiella placeringar.

Tabell 10 Balansräkning för hushållen
Miljarder kronor

	Tillgångar				Skulder		
	1970	1974	1975		1970	1974	1975
<i>Materiella tillgångar</i>							
Fastigheter ^c	183	231	315	Skulder, totalt	77 ^o	131 ^a	150 ^b
Inventarier och lager	15 ^d	20 ^d	23 ^f				
Varaktiga konsum- tionsvaror	50 ^d	80 ^d	92 ^e				
<i>Finansiella tillgångar</i>							
Bank, obligationer och sedlar	93 ^o	136 ^a	153 ^g	Nettoförmö- genhet	304	396	498
Aktier							
därav börsnoterade	15 ^d	24 ^o	36 ^f				
därav ej börsnoterade	9 ^d	10 ^d					
Övriga finansiella tillgångar	16 ^a	26 ^a	29 ^f				
Summa	381	527	648		381	527	648

Källor:

^a Finansstat SM N 1976:10.

^b 1975 skattad med hjälp av preliminära flöden.

^c SM N 1974:75 och 1975:74 Fastighetstaxering. Taxeringsvärdena är summerade för fysiska personer och bostadsrättsföreningar samt uppräknade med 50 %.

^d Waldenström: tabell IV:3 och IV:4.

^e Ökningen 1975 är beräknad som 75 % av privat konsumtion (enligt nationalräkenskaperna) av varaktiga varor. Beräknad livslängd ca 10 år och värdestegring 10 %.

^f Grov skattning.

^g Skattad med hjälp av riksbankens årsbok 1975.

Hushållens finansiella sparande

Hushållens förmögenhetssammansättning förändras ständigt. Ändrade skatteregler, prisförväntningar, belåningsmöjligheter m. m. förskjuter intresset för att placera i olika tillgångar som avviker från tillgångarnas sammansättning i utgångsläget.

I tabell 11 redovisar vi den relativa fördelningen av nettoförändringen i hushållens tillgångar. Investeringar i fastigheter och annat materiellt kapital redovisas brutto, dvs. utan avdrag för avskrivningar. Köp av varaktiga konsumtionsvaror räknas här inte som investering.

Den totala placeringen i tillgångar var 1970–75 betydligt större än sparatet, eftersom nära hälften finansierats genom upplåning. I genomsnitt 1970–75 placerades i nya tillgångar omkring 25 miljarder kr per år medan sparatet uppgick till 12 miljarder kr. Omkring 60 % av nyplaceringarna har skett i finansiella tillgångar.

Utöver nyplaceringen i tillgångar sker det en värdeförändring på de ex-

Tabell 11 Nyplaceringar (netto) fördelade på olika slag av tillgångar 1970 och 1974. Procent

	1970	1974
<i>Materiella tillgångar</i>	45	37
<i>Finansiella tillgångar</i>	55	63
Sedlar, bank	37	33
Obligationer	4	7
Aktier	-6	-6
Försäkring	15	15
Handelskrediter, lån etc.	5	14
Summa	100	100
Skuldökning i % av total tillgångsökning	44	51

Källa: SCB SM N1976:10.

isterande tillgångarna, vilket leder till en förskjutning av tillgångarnas sammansättning i löpande priser. Ökningen i skulderna har uppgått till ca 15 miljarder kr per år. Detta är väsentligt mer än investeringarna i materiella tillgångar som uppgått till omkring 10 miljarder kr per år 1971-75. Belåningen av stigande fastighetsvärden synes vara en viktig källa för finansieringen av de finansiella tillgångarnas ökning. Det har funnits många skäl att tro att belåning av stigande fastighetsvärden har utgjort en viktig källa för ökad konsumtion. Statistiken synes dock tyda på att hushållen som grupp använt den kraftiga upplåningen till att bygga upp likviditet eller för att skaffa sig en s. k. hemmagjord leverage, dvs. för att skaffa sig tillgångar som ger högre avkastning efter skatt än vad lånekostnaden efter skatt är.

Av tabell 11 ser man att hushållen i ökad utsträckning placerat i obligationer, förmodligen till övervägande del skattefavoriserade sparobligationer och premieobligationer, medan hushållen avvecklat sitt innehav av aktier.

Tabell 12 Real avkastning på olika placeringar i genomsnitt per år (procent)

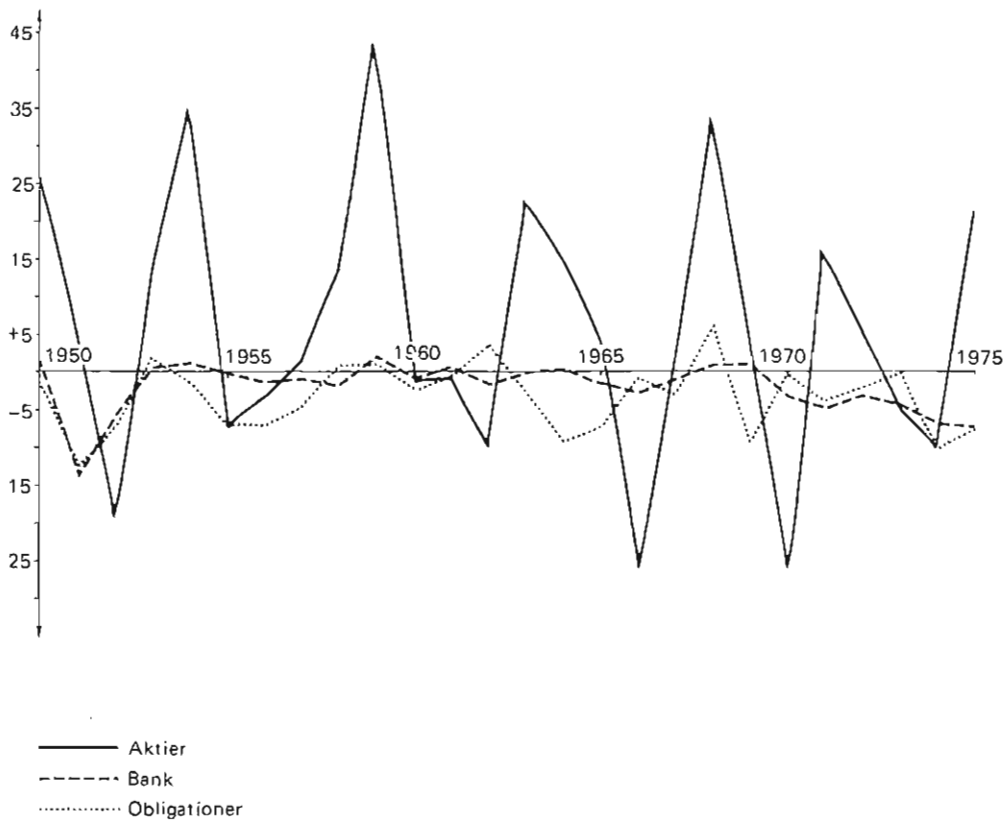
	Före skatt						Efter skatt					
	Aktier		Bank		Obligationer		Aktier		Bank		Obligationer	
	r	s	r	s	r	s	r	s	r	s	r	s
1950-1960	11,1	17,9	-0,5	4,6	-2,5	4,5	9,7	19,0	-1,9	4,5	-3,8	4,4
1955-1965	8,5	16,9	1,2	1,3	-1,9	4,1	7,0	15,8	-0,7	1,2	-3,5	4,1
1960-1970	2,8	18,2	1,8	1,4	-0,5	4,9	1,0	18,5	-0,9	1,4	-2,6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

Anm.: r = avkastning.

s = standardavvikelse.

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

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



Figur 7 Årlig real avkastning efter skatt

Makromarginalskattelsen har beräknats av Kobsson & Normann i *finanspolitikens verkning* 1974.

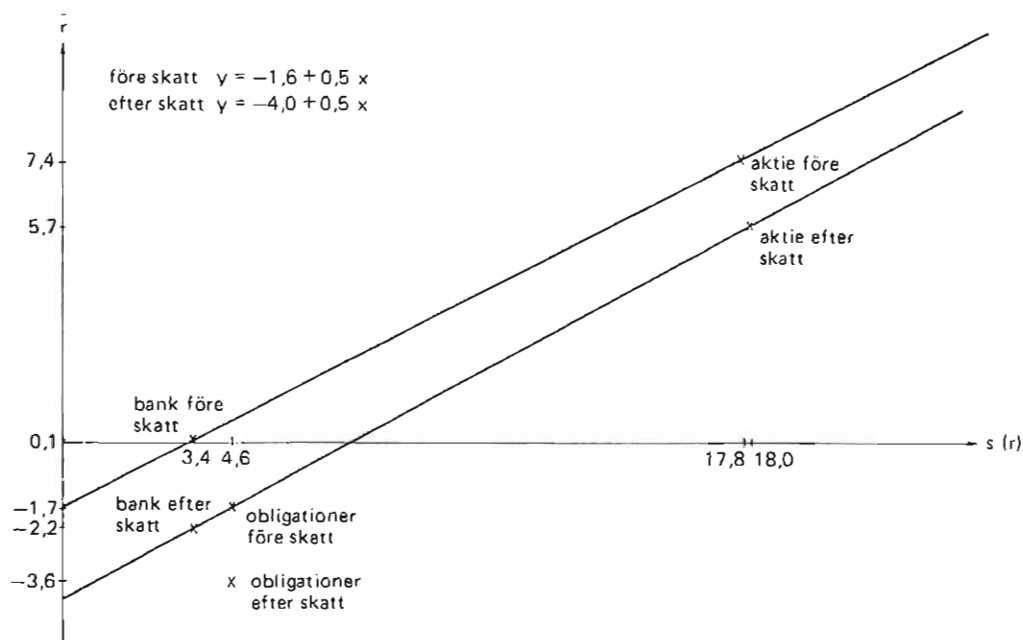
Vi använder här aktier som en proxy för marknadsportföljen av riskbärande tillgångar. Detta motiveras av bristen på data för övriga placeringssalternativ samt av aktiernas stora relativa betydelse i en marknadsportfölj. Detta har även gjorts i liknande amerikanska skattningar. Se t. ex. Friend, J. och Lintner, M., 1977, "The Demand for Risky Assets" i *Risk and Return in Finance*. Ballinger Publishing Company.

Avkastningen på olika tillgångar

Vilka tillgångar hushållen placerar i beror på förväntad avkastning efter skatt samt förväntad risk. Vi har beräknat den reala avkastningen före och efter skatt på aktier, obligationer och kapitalsamlingsräkning samt standardavvikelsen i denna avkastning under perioden 1950–75 (se tabell 12). Vid beräkning av avkastningen på obligationer har vi summerat direkta avkastningar och värdeförändringar på samma sätt som avkastningsberäkningar brukar göras för aktier. Den årliga förändringen i avkastningen framgår av figur 7.

Vid beräkningen har vi ansatt makromarginalskatten varje år sedan 1950.²⁹ Denna skattesats har stigit kontinuerligt i synnerhet sedan mitten av 1960-talet. Detta har bidragit till att förstärka nedgången i real avkastning efter skatt.

I figur 8 har vi ritat in en grovt uppskattad kapitalmarknadslinje, som anger hur marknaden väger avkastning mot risk. Vi har här helt enkelt sammanbundit den punkt som anger aktiernas medelförrentning och standardavvikelse³⁰ med motsvarande observation för kapitalsamlingsräkning. Man kan självfallet diskutera vad en linje som bestäms av två osäkert skattade observationer säger oss. Avkastning och spridning för obligationer tar vi ej med vid bestämning av kapitalmarknadslinjen då dessa varit föremål för olika slags regleringar och därför ej antas spegla marknadssjämvikt. Det



inses lätt att, om vi haft två ytterligare observationer (andra placeringsformer), som bägge legat på något avstånd och på samma sida om den på detta sätt skattade linjen, och vi använt konventionell regressionsteknik, så skulle regressionslinjen ha kunnat vrida sig väsentligt och detta skulle givetvis påverkat de nedan följande tolkningarna. I brist på ytterligare observationer försöker vi oss dock på en försiktig numerisk analys. Det bör också observeras att varje punkt visar den genomsnittliga avkastningen och standardavvikelsen för hela perioden 1950–75. (Bakom varje värde ligger alltså 25 observationer).

Figur 8 Genomsnittlig å real avkastning och spridning 1950–75

Bankplaceringen är inte helt riskfri, eftersom man dels har ränteförändringar, dels förändring i penningvärdet och skatten. Linjen skär den vertikala axeln vid $-1,6\%$ realavkastning före skatt och $-4,0\%$ realavkastning efter skatt. Dessa räntetal kan i termer av föregående "modell" tolkas som den riskfria räntan.³¹

Vi har i figuren även ritat in avkastning och spridning för obligationer. Dessa ligger under kapitalmarknadslinjen. Detta skulle kunna tolkas som att obligationer är ett underlägset placeringsalternativ. Hushållen har knap-

³¹ Linjen i figur 8 efter skatt har ekvationen

$$r = -4,03 + 0,54 s$$

Värdet på $\lambda = 0,5$ är marknadens pris på risk. När risken höjs från t. ex. 7,5 (linjens skärningspunkt med den horisontella axeln) till 18,0 så krävs att den förväntade avkastningen stiger med 5,7 % ($0,54 \cdot 18,0 - 0,54 \cdot 7,5$).

Risken kan givetvis även mätas som variansen i avkastningen. Motsvarande pris på risken blir då 2,5. Detta kan jämföras med det pris på risk i USA som av Friend och Blume skattas till omkring 2 eller högre. Se.: Friend, J. och Blume, M., 1977, "The Demand for Risky Assets" i *Risk and Return in Finance*. Ballinger Publishing Company.

past heller placerat några nya pengar i vanliga obligationer. Det torde huvudsakligen vara institutioner, som varit därtill tvingade, som har köpt obligationer.

För att avkastning och spridning för kombinationer av två placeringsobjekt skall kunna beskrivas av en rät linje krävs det att ett av två placeringsobjekt är riskfritt (standardavvikelsen är noll) eller att de är perfekt positivt korrelerade. Avkastningen på aktier är inte perfekt positivt korrelerad med avkastningen på bankinsättningar ($\rho = 0,87$). Det betyder att en kombination av dessa placeringar kan ge en något lite högre avkastning vid samma risk och således skulle vara en effektivare portfölj än de som ligger utefter den med vår mycket enkla metod skattade kapitalmarknadslinjen. Det hade varit av intresse att även pricka in andra placeringsalternativ i figur 8, t. ex. premieobligationer. Vår gissning är att dessa skulle ligga någonstans nära linjen mellan bankinsättning och aktier. (Observera att avkastningen gäller icke belånade tillgångar.)

Placerare med stark riskaversion sätter in större delen av sina pengar på bank medan placerare med mindre riskaversion sätter huvuddelen av sina pengar med undantag av transaktionskassan i aktier. Genom att välja en viss fördelning av sina finansiella tillgångar mellan insättning på bank och aktier kan placeraren alltid nå den kombination av avkastning och risk som han önskar. Placeraren kan också, om han har möjlighet att låna till samma ränta som gäller för kapitalsamlingsräkningen, erhålla i princip vilken kombination av avkastning och risk som helst utefter kapitalmarknadslinjen även bortom observationer för aktier.

Av hushållens balansräkning såg vi att ca 25 % av de finansiella tillgångarna var placerade i aktier och 75 % i banktillgodohavanden (om man räknat bort sedlar). Avkastningen på hushållens samlade portfölj skulle för åren 1950–75, om denna fördelning gällt under hela perioden, ha varit $-0,22^{32}$ och risken $s = 7,1$. Hushållen har således haft en mycket låg realränta i kombination med en avsevärd risk.

Trots att aktier således har gett ca 8 % högre avkastning än banktillgodohavanden, har hushållens aktieinnehav minskat. Detta förklaras av att avkastningen på aktier sjunkit radikalt mellan de överlappande tioårsperioderna i tabell 12, medan risken för dessa placeringar mätt som standardavvikelse i det närmaste varit oförändrad. För placeringar i bank och obligationer har avkastningen ej alls sjunkit i samma utsträckning. Man kan vänta sig en successiv omplacering från banktillgodohavanden till aktier i det fall hushållens värderingar förändras, så att de blir mer riskbenägna. En dylik omplacering bör också bli resultatet om risken för placeringar i aktier minskas vid oförändrad avkastning. Enligt Nordhaus³³ har utvecklingen varit sådan i USA. Kapitalkostnaden i amerikansk industri har sänkts eftersom aktieägarna genom en mindre spridning i kapitalavkastningen varit villiga att acceptera en lägre räntabilitet. I termer av vår modell kan detta tolkas som att den effektiva portföljen flyttas efter kapitalmarknadslinjen nedåt till vänster. Då skulle priset på risk förbli oförändrat. Sänks risk och avkastning i andra proportioner medför utvecklingen även att priset på kapital ändras. Detta är dock inte det avgörande utan att man till skillnad från Sverige kompenserat en nedgång i avkastning på riskvilligt kapital genom en sänkt risk. Ett sätt att öka utbudet av riskvilligt kapital i Sverige är således att man på något vis minskar risken på placeringar i aktier.

$$= 0,75(-2,17) + 0,25(65).$$

Nordhaus, W.D., 1974, *The Falling Share of Profits*, Brookings Papers Economic Activity 1.

III. Industrins finansiering från kapitalmarknaden och industrins skuldstruktur

Inledning

Vi har i ett föregående avsnitt behandlat industrins finansiella utveckling för perioden 1965–80. Såväl för den historiska perioden som för prognosperioden medförde utvecklingen en sänkt soliditet. Då relationen mellan eget och främmande kapital kan antas vara av central betydelse för företagets investeringsvilja, diskuterade vi även ett antal faktorer som påverkade företagets val av skuldsättningsgrad. Bl. a. pekade vi på att faktorer som ökar den finansiella risken inverkar negativt på företagets benägenhet att skuldsätta sig. Olika typer av krediter skiljer sig från varandra förutom vad avser själva räntenivån även genom att de har olika lånevillkor och löptid. Därför medför olika kreditslag olika grader av risktagande för företagen.

Under 60-talet och början av 70-talet har det skett avsevärda institutionella förändringar på kapitalmarknaden. AP-fonden har tillkommit och fått en omfattning på den svenska kapitalmarknaden som saknar internationellt motstycke. Den höjda ambitionsnivån då det gäller de ekonomisk-politiska målsättningarna har vidare medfört att man ökat omfattningen av krediter för speciella ändamål. För att kunna ge en så fullständig bild som möjligt av de faktorer som kan ha påverkat industrins soliditetsutveckling är det angeläget att undersöka hur industrins skuldstruktur förändrats.

I denna del är därför vårt syfte att belysa vilken betydelse olika finansieringskällor på kapitalmarknaden har haft för industrin. Då nettoflödena endast består av marginella förändringar i utelöpande lånestockar vore en analys av olika kreditslags relativa betydelse enbart i flödestermier missvisande. Därför kommer vi i det följande till stor del att uppehålla oss vid strukturen i industrins utelöpande kreditstockar. Vi betraktar då bruttostockarna, dvs. vi drar ej av några fordringar från skulderna eller vice versa. Detta gäller även handelsskulderna.

Utvecklingen i svensk industris skuldstruktur

Hur svensk industris skuldstruktur förändrats mellan åren 1966 och 1974 framgår av tabell 13.

Att vi valt 1966 som utgångsår beror på att det är det första år som SCB:s finansstatistik ger en någorlunda fullständig bild av industrins tillgångar och skulder. SCB:s statistik har sedan kompletterats med kapitalmarknadsdata.³⁴

I tabellen särskiljer vi sådana krediter som mer eller mindre "automatiskt" genereras av företagets rörelseverksamhet. Dessa kräver inte förhandlingar med långivare, på samma sätt som de lån som tas upp på den organiserade kreditmarknaden, och kräver inte heller samma typ av formella säkerheter. De rörelsegenererade eller "automatiska" krediterna omfattar handelskrediter, koncernskulder, pensionsskulder samt interimistiska skulder som skatte- och löneskulder, dvs. upplupna ej betalda löner, semesterersättningar och dylikt.

Denna kategoris andel av krediterna sjönk från 1966 med ett par pro-

³⁴ Bl. a. bankföreningen kreditmarknadsstatistik och de olika finansinstitutens verksamhetsberättelser.

Tabell 13 Svensk industris skuldstruktur 1966 och 1974
Utestående skuld i slutet av respektive år, miljarder kronor

	1966		1974	
	mdr kr	%	mdr kr	%
Handelskrediter	11,3	28	29,1	26
Koncernskulder	3,5	9	10,1	9
Pensionsskulder	4,5	11	11,1	10
Skatteskulder	1,7	4	4,4	4
Löneskulder	1,3	3	3,9	3
Summa rörelsegenererade krediter	22,3	55	58,6	52
Kreditmarknadsskulder i Sverige	12,0	30	31,7	28
Skuld till utlandet ^a	1,0	2	9,1	8
Övriga skulder	5,3	13	12,9	12
Totala skulder	40,6	100	112,3	100

^a Exkl. koncernskulder och handelskrediter till utlandet.

centenheter och var 1974 52 % av de totala skulderna.³⁵ Handelskrediter och pensionsskulder har vuxit något långsammare än övriga skulder. Vi tror dock att existensen av tilläggs pensionerna och möjligheten att mot försäkringsgaranti få behålla pensionsmedel i företagen kommer att medföra att pensionsskulderna i framtiden kan få en ökad betydelse för industrins finansiering.

Skatteskulden, som inkluderar alla upplupna ej betalda sociala avgifter, växer också snabbt genom den stigande andel av lönen som betalas i form av sociala avgifter och arbetskraftsskatter. Även löneskulderna har vuxit mycket snabbt. Dessa skulder har en kort löptid och varierar sannolikt en hel del över året, men har å andra sidan stor regelbundenhet. Sammanlagt uppgick löne- och skatteskulderna till ca 8 miljarder kr 1974 och utgjorde då oförändrat 7 % av totalen.

Industrins upplåning på den organiserade svenska kreditmarknaden har utvecklats långsammare än upplåningen totalt och andelen var 1974 28 %, vilket är ett par procentenheter lägre än den var 1966.

Vi ser också att den utländska upplåningen exklusive handels- och koncernkrediter ökat mer än dubbelt så snabbt som andra skulder, vilket innebär att andelen höjts från 2 % 1966 till 8 % 1974.

Tabell 14 visar svensk industris skulder vid utgången av respektive år 1966 och 1974 något mer uppdelade än i tabellen 13. Vi har här dessutom valt en något annorlunda gruppering för att belysa hur stor del av industrins upplåning som går via olika slags marknader.

Dessa marknader skiljer sig åt vad avser lånevillkoren, och krediterna har helt olika löptider, räntevillkor och säkerhetskrav. Vi ser att den icke organiserade svenska kreditmarknaden³⁶ svarar för den största andelen av industrins upplåning eller en tredjedel av industrins totala upplåning, vilket innebär att denna andel under perioden varit cirka 4-5 procentenheter större

Skulderna inkluderar även lån mellan olika industriföretag. För att undersöka hur industris skuldstruktur ser ut om man eliminerar dessa mellanhanden, redovisar vi i appendix C skuldstrukturen för den konsumerade svenska industrin.

En vanlig benämning på denna är även gråmarknad.

Tabell 14 Svensk industris skuldstruktur ultimo 1966 och 1974

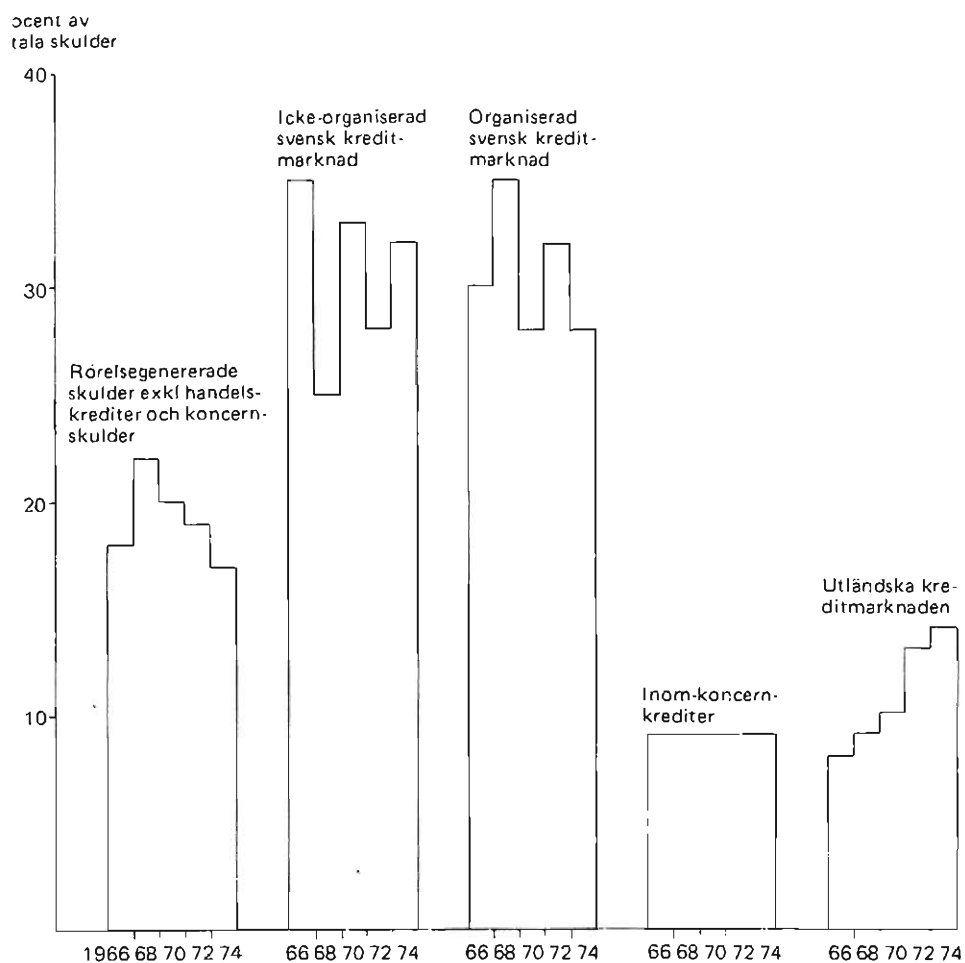
	1966		1974	
	Mdr kr	Andel %	Mdr kr	Andel %
<i>Rörelsegenererade skulder exkl. handelskrediter och koncernskulder</i>	7,5	18	19,4	17
Pensionsskulder			9,2	
Lån från pensions- och personalstiftelser	4,5		1,9	
Skatteskulder	1,7		4,4	
Löneskulder	1,3		3,9	
<i>Icke organiserad kredit- marknad i Sverige</i>	14,5	35	35,8	32
Handelskrediter till svenska företag (exkl. till koncernföretag)	9,2		22,9	
Lån från utomstående företag i Sverige	0,6		2,3	
Övriga svenska lån	0,9		2,8	
Övrigt (saldo)	3,8		7,8	
<i>Svenska organiserade kreditmarknaden</i>	12,0	30	31,7	28
<i>Inom-koncern-krediter (inkl. handelskrediter)</i>	3,5	9	10,1	9
Sverige	3,2		8,4	
Utlandet	0,3		1,7	
<i>Utländska kreditmarknader</i>	3,1	8	15,3	14
Obligationer	0,6		2,8	
Utländska banker och kreditinstitut	0,4		6,3	
Summa	40,6	100	112,3	100

än den svenska organiserade kreditmarknadens. Den relativa storleken av upplåningen på den icke organiserade kreditmarknaden har dock sjunkit något under perioden, från 35 % 1966 till 32 % 1974. Den i särklass viktigaste kreditformen på den icke organiserade svenska kreditmarknaden är handelskrediter till svenska företag. Dessa svarade för drygt 60 % av denna marknad och utgjorde 1974 cirka 23 miljarder kronor.

Av krediterna inom koncern, vilka till stor del utgörs av handelskrediter, ser vi att huvuddelen, 91 % 1966 och 83 % 1974, kommer från Sverige, medan endast 9 % respektive 17 % kommer från utlandet.

Den utländska kreditmarknaden svarade 1966 för 8 % av svensk industris totala skulder. 1974 hade den utländska upplåningen ökat kraftigt och svarade för 14 % av den totala upplåningen. Av detta kom 1966 32 % och 1974 59 % från den utländska organiserade kreditmarknaden, dvs. utgjordes av lån från utländska banker och kreditinstitut och obligationslån.

I figur 9 har vi även tagit med de mellanliggande åren 1968 och 1972. Diagrammet visar tydligt den utländska upplåningens ökande betydelse samt koncernskuldernas relativa konstans över tiden. Vidare visar figuren på ett



Figur 9 Svensk industris skuldstruktur 1966-1974

slående sätt att andelen skulder som kommer från den icke organiserade svenska kreditmarknaden varierar negativt med den relativa upplåningen från den organiserade svenska kreditmarknaden. Detta kan tolkas som att den icke organiserade kreditmarknaden fungerar som en buffert för företagen när utbudet på den organiserade kreditmarknaden varierar. Möjligheterna att bedriva en effektiv kreditpolitik kommer därigenom att minska.³⁷

Factoring och leasing

³⁷ För perioden 1950-63 unde någon sådan buffertfunktion inte åvisas i Gunnar Eliassons studie, Eliasson, G. 1967, *Kreditmarknaden och industrins investeringar*, IUI.

För att försöka ge en mer fullständig bild av industrins finansieringssituation vill vi här även peka på förekomsten av factoring och leasing. Omfattningen av dessa två finansieringsformer har ökat snabbt sedan slutet på 60-talet.

Factoring innebär att företagen säljer sina fakturor och slipper därigenom finansiera motsvarande kreditgivning, vilket innebär ett minskat upplåningsbehov. Tabell 15 visar hur kreditvolymen för factoring inom industrin vuxit från 115,2 milj. kr 1968 till 992 milj. kr 1975. Trots den kraftiga expansionen

Tabell 15 Factoring och leasing inom industrin. (Mkr)

År	Factoring utestående krediter	Leasingobjekt till anskaffningsvärde
1968	155	64
1969	254	138
1970	288	187
1971	256	287
1972	425	359
1973	553	431
1973	942	797
1975	992	1 193

Källor: SM K 1976:12, SM Finansieringsföretagen och Finansieringsföretagens förenings årsberättelse 1975.

utgjorde denna kreditform knappt en procent av industrins totala upplåning 1974. Fortsätter ökningen med den historiska takten, innebär det dock att factoring snabbt får en sådan omfattning att den blir betydelsefull för industrins finansiering totalt och inte bara för vissa företag.

Leasing innebär att företag hyr bilar, maskiner och anläggningar i stället för att köpa dem. De hyrda anläggningarna påverkar varken aktiv- eller passivsidan i företagets balansräkningar, utan går endast in som kostnadsposter i resultaträkningarna. I det fall företagen köpt motsvarande anläggningar hade det ställt krav på en finansiering-upplåning motsvarande anläggningarnas anskaffningsvärde. Tabell 15 visar hur omfattningen av leasingobjekt till anskaffningsvärde ökat från 64 milj. kr till 1,2 miljarder kr 1975. Ökningen motsvarar ett upplåningsbehov för industrin av i genomsnitt 161 milj. kr per år. Den snabba expansionen gör det sannolikt att leasing snart kommer att utgöra ett viktigt inslag i industrins finansiering.

Även denna finansieringsform svarade 1974 mot en upplåning som var mindre än en procent av industrins totala upplåning.

Betraktar man nettoflödena av factoring och leasing i relation till andra finansieringsflöden får man en annan bild av betydelsen för industrins finansiering än den som framkommer av stockrelationerna. Flödet av factoring och leasing var 1971–75 i genomsnitt 342 milj. kr per år. Detta svarar t. ex. mot ca 7 % av nettoflödena till svensk industri från den svenska organiserade kapitalmarknaden enligt tabell 17.

Upplåningen på den organiserade svenska kapitalmarknaden

I tabell 16 redovisas industrins upplåning på den organiserade svenska kapitalmarknaden. Industrins totala upplåning på denna marknad tredubblades mellan 1966 och 1975. Det framgår att affärsbankerna är de viktigaste långgivarna på den organiserade kreditmarknaden, men också att deras relativa betydelse som långgivare till industrin på denna marknad minskat markant. Exkluderar man återlånen, accentueras detta ytterligare. Från att 1966 ha svarat för 47 % av industrins totala upplåning på den svenska organiserade kreditmarknaden, har andelen för affärsbankslånen inklusive återlån från AP-fonden sjunkit till ca 36 % åren 1974 och 1975. Vi ser att återlånen vuxit snabbt och fått en ökad betydelse. Industrins upplåning från försäkrings-

Tabell 16 Industrins upplåning på den svenska kreditmarknaden 1966, 1974 och 1975

Stocken av utestående lån vid slutet av respektive år; miljarder kr

	1966		1974		1975	
	Mdr kr	%	Mdr kr	%	Mdr kr	%
Affärsbanker exkl. återlån	5,0	42	8,5	27	9,8	27
Återlån från AP-fonden	0,6	5	2,9	9	3,3 ^a	9
Försäkringsbolag	2,0	17	3,3	10	3,9	10
Specialinstitut	1,0	8	7,3	23	9,1	25
däruv						
Lokaliseringslån	0,1		1,5		1,9	
Investeringsbanken	0,0		1,7		2,2	
Industri- och Företagskredit	0,4		2,2		2,6	
Exportkredit	0,3		1,6		2,0	
Statens hantverks- och industrilånefond m. m.	0,2		0,3		0,4	
Övriga institut	0,1	1	1,2	4	0,9	2
Obligationer (sv)	3,3	27	8,5	27	9,9	27
Summa lån	12,0	100	31,7	100	36,9	100

^a Antas att industrins andel av totala återlånen är densamma som 1974, dvs. 68 %. Totala återlånen ökade 600 mkr 1974–1975.

bolagen har däremot minskat i betydelse. Den fördubblades visserligen mellan 1966 och 1975, men detta innebär ändå en sänkning av andelen från 17 till 10 %.

Ett särskilt markant drag i utvecklingen är expansionen av olika slags specialkrediter. Det är en sådan utlåning som kommer från statliga eller halvstatliga kreditinstitut eller institutioner. Hit hör lokaliseringsslånen, Investeringsbanken, Industri- och Företagskredit, Exportkredit, Statens hantverks- och industrilånefond, Norrlandsfonden och en del obetydliga kreditkällor. Dessas andel av industrins upplåning på den organiserade svenska kreditmarknaden har vuxit från 8 % 1966 till 25 % 1975. Den utestående stocken av dylika specialkrediter var vid slutet av 1975 drygt 9 miljarder kr, vilket i det närmaste är lika mycket som industrin lånar från bankerna om man exkluderar återlånen.

Under hela den beskrivna perioden har de svenska obligationslånen haft en stor betydelse mätt med deras andel för industrins totala finansiering. Den utestående stocken ökade från drygt 3 miljarder år 1966 till närmare 10 miljarder kr 1975. Obligationslånen andel på den organiserade svenska kreditmarknaden utgjorde under perioden 1965–74 oförändrat 27 %.³⁸

Tabell 17 visar nettoflödena till industrin från den organiserade svenska kapitalmarknaden under femårsperioden 1971–75. I tabellen inkluderar vi även nyemissioner av aktier, som betalats kontant av andra än industriföretag och samtliga bidrag av olika slag till industrin. En väsentlig del av industrins totala nyemissioner tecknas av industriföretag och då inte minst av moderbolag i koncerner. Nyemissionerna i tabellen har således minskats med denna del.

Totalt har det genomsnittliga årliga nettoflödet från den svenska orga-

Före 1965 och speciellt under 50-talet var obligationsnernas andel av industrins totala finansiering sevärt lägre. Se Eliasson, G., 1967, *Kreditmarknaden och industrins investeringar*, II.

Tabell 17 Nettoflöden av kapital från den svenska organiserade kapitalmarknaden till svensk industri 1971–75

Årligt genomsnitt i mkr

	Mkr	%
Affärsbankslån exkl. återlån	900	19
Återlån från AP-fonden	350	8
Försäkringsbolag	310	7
Specialinstitut	1 200	26
Obligationer och förlagslån (nettoökning i utestående stock)	860	18
Övriga kreditinstitut	110	2
Nyemissioner (kontant betalda)	510	11
Statliga bidrag ^a	440	9
Summa	4 680	100

^a Denna post omfattar olika regionalekonomiska medel, exportstöd, bidrag till energibesparande och miljövårdande åtgärder m. m.

niserade kapitalmarknaden varit cirka 4,7 miljarder kr för perioden 1971–75. Vi ser att flödesanalysen understryker den stora betydelse de olika typerna av mer eller mindre statliga specialinstitut haft för industrins kapitalför-sörjning under denna period. Dessa svarade tillsammans för 26 % av net-toflödena till industrin från den organiserade svenska kapitalmarknaden. Därtill kommer de rena bidragen från staten, vilka svarade för 9 % av flö-dena. Vidare framgår affärsbankernas stora betydelse för industrins finan-siering och att de inklusive återlånen svarade för 27 %. Likaså framgår även av flödena från kapitalmarknaden att obligationslånen utgör en viktig del av kapitaltillförseln.

Av tabell 17 framgår även att nyemissionerna endast svarat för 11 % av industrins externa kapitaltillförsel. Aktiemarknaden spelar dock stor roll eftersom det åtminstone i teorin är via den företagsledningarna får infor-mation om aktieägarnas förräntningskrav, vilket i sin tur påverkar företagens utdelningspolitik.

Skuldstrukturen hos företag i olika storleksklasser

Skuldstrukturen hos företag av olika storlek skiljer sig, eftersom de ej har samma tillgång till olika delar av kapitalmarknaden.

För att belysa detta har vi försökt att dela upp industrins skulder vid utgången av år 1974 på företag i olika storleksklasser. En sådan uppdelning innebär vissa statistiska svårigheter, varför tolkningen bör ske med viss försiktighet. Vi tror dock att den uppdelning som redovisas i tabell 18 ger en tämligen korrekt bild av skuldstrukturen hos företag i olika storleks-klasser. Vi har valt att dela in företagen i tre klasser med mindre än 200, 200–999 respektive med minst 1000 anställda.

Av tabellen framgår att de rörelsegenererade skulderna exklusive han-delskrediterna betyder relativt mer för de större företagen. Handelskrediterna däremot betyder mest för de minsta företagen och svarade för 28 % av deras totala skulder. Motsvarande andel för de största företagen var ca 18 %.

Tabell 18 Skuldstrukturen hos industriföretag i olika storleksklasser 1974

= <200 anställda
 = 200-999 anställda
 I = >1000 anställda

	Storleksgrupp						Summa Mdr kr
	I		II		III		
	Mdr kr	%	Mdr kr	%	Mdr kr	%	
<i>örelsegenererade skulder^a exkl. handelskrediter och koncernskulder</i>	3,3	14	3,1	16	13,0	19	19,4
<i>icke organiserad svensk kreditmarknad</i>	9,6	41	5,5	29	20,7	29	35,8
ärv							
handelskrediter	6,5		3,6		12,8		22,9
övriga lån	3,1		1,9		7,9		12,9
<i>venska organiserade kreditmarknaden</i>	7,4	32	5,7	30	18,6	27	31,7
ärv							
affärsbanker inkl. återlån	3,5		2,8		5,1		11,4
obligationer	0,3		0,9		7,3		8,5
övrigt	3,6		2,0		6,2		11,8
<i>koncernskulder</i>	2,0	9	3,0	16	5,1	7	10,1
ärv							
Sverige	1,6		2,5		4,3		8,4
utlandet	0,4		0,5		0,8		1,7
<i>utlandet</i>	0,9	4	1,6	9	12,8	18	15,3
ärv							
handelskrediter	0,3		0,8		5,1		6,2
obligationer	-		0,5		2,3		2,8
kreditinstitutioner	0,6		0,3		5,4		6,3
Totalt	23,2	100	18,9	100	70,2	100	112,3

^a Pensionsskulder och interimistiska skulder som skatte- och löneskulder, dvs. upplupna ej betalda löner, semesterersättningar o. dyl.

Källa: Bearbetning av SCB:s finansstatistik och Svenska Bankföreningens kapitalmarknadsstatistik.

Detta gäller också den sammanlagda upplåningen på den icke organiserade eller s. k. grå marknaden, där "grå krediter" betyder mest för företagen i den minsta storleksgruppen. Vi ser att den icke organiserade marknaden är den i särklass viktigaste kreditkällan för dessa företag, och svarade för drygt 40 % av deras totala upplåning. Även för de bägge större storleksklasserna kommer en stor andel, närmare 30 % av skulderna från denna marknad. För företag med minst 1000 anställda utgjorde den icke organiserade kreditmarknaden t. o. m. den viktigaste enskilda, externa finansieringskällan.

Vidare framgår av tabell 18 att den relativa betydelsen av upplåningen totalt från den organiserade svenska kreditmarknaden är större för de mindre företagen. Betraktar vi de olika källorna på denna marknad finner vi att detta gäller även för affärsbankslånen. Dessas andel av de totala skulderna var ca 15 % för de minsta företagen, medan motsvarande andel i den största gruppen endast var ca 7 %. Exkluderar man återlånen blir skillnaden ännu större.

Vi ser även att obligationslånen betydelse för de minsta företagen däremot är ringa. Drygt 85 % av de svenska obligationslånen finns hos företag med minst 1000 anställda. Trots detta svarar de för ca 5 % av den totala upplåningen i den mellersta storleksgruppen.

Upplåningen från utlandet finner vi till största delen hos företagen med minst 1000 anställda. Dessa svarade för ca 84 % av industrins totala utländska skulder. Även då det gäller de utländska obligationslånen dominerar självfallet de största företagen. I denna storleksgrupp svarade också utlandsskulderna för närmare en femtedel av den totala upplåningen.

Sammanfattning av industrins externa kapitalförsörjning

Sammanfattningsvis vill vi peka på några viktiga drag i industrins externa finansiering.

Vi har sett att det sedan mitten av 1960-talet skett stora förändringar i avseende på de utnyttjade kapitalkällorna. En central faktor bakom dessa förändringar har varit AP-fondens tillväxt och behovet av att finna kanaler för att slussa dessa medel tillbaka till industrin. Detta har inneburit att en mängd olika mellanhandsinstitut med speciella syften tillkommit. Vidare har industrin beretts ett relativt stort utrymme på obligationsmarknaden.

Ett intressant drag i industrins externa kapitalförsörjning är att en tredjedel av upplåningen sker på den icke organiserade svenska marknaden och över hälften är rörelsegenererade skulder som företagen ej behöver förhandla om. I kombination med en växande upplåning i utlandet bör detta ha medfört att kreditregleringar och kreditpolitik via den organiserade svenska kreditmarknaden kommit att få en relativt minskande potentiell inverkan på industrins finansieringssituation. Detta gäller om man bortser från den särskilda betydelse som den ökande andelen av specialkrediter har. Dessa innehåller t. ex. ofta någon form av subventioner.

Finansieringsmönstret skiljer sig avsevärt mellan företag i olika storleksklasser. Den svenska organiserade kreditmarknaden exklusive obligationsmarknaden och den grå kreditmarknaden betyder mest för de små företagen, medan den utländska upplåningen betyder mest för de större företagen. Obligationslånen finner vi till en dominerande del hos företag med minst 1000 anställda.

Avslutningsvis skall pekas på att specialkrediterna, och då i synnerhet den direkta statliga utlåningen, normalt har tillkommit som ett medel att uppnå speciella mål – t. ex. inom regional- och arbetsmarknadspolitiken eller att främja exporten – och knappast syftat till att i första hand effektivisera marknadsfunktionen på kapitalmarknaden. Förändringar på kapitalmarknaden har därför delvis återspeglat de ekonomisk-politiska ambitionerna på en rad områden.

IV. Svensk industris utlandsverksamhet och den internationella kapitalmarknaden

Som tidigare framgått har svensk industri ökat sin upplåning i utlandet kraftigt sedan mitten av 1960-talet, och 1974 svarade utländska upplåningen för ca 15 % av industrins totala skulder. Bakom denna utveckling ligger den omsvängning i den ekonomiska politiken som skedde under 1960-talets andra hälft. Tidigare gavs svenska företag mycket begränsade möjligheter att låna utomlands, men bl. a. som följd av den försvagning av handelsbalansen som inträffade liberaliserades reglerna för industrins utländska upplåning. År 1969 fick riksbanken ökade möjligheter att kontrollera direktinvesteringarna. Man krävde en ökad utlandsfinansiering av dessa och stimulerade den utländska upplåningen. Efter 1974 har riksbanken som följd av de stora underskotten i handelsbalansen som oljeprisstegringen medfört, aktivt drivit fram en omfattande utländsk upplåning.

Den svenska industrins internationella upplåning hänger nära samman med svensk industris utländska investeringar och utländska företags investeringar i Sverige. Den internationella upplåningen fram till 1972 gjordes nästan uteslutande för att finansiera investeringar utomlands. Detta var ofta förutsättningen för att erhålla tillstånd från riksbanken.

Finansieringsanalysen i det föregående har avsett svensk industri, dvs. industrin i Sverige, och inkluderar således inte svenska företags utländska dotter- och koncernföretag. Däremot ingår utländska företags dotterbolag i Sverige. För att förstå förändringarna i svensk industris finansieringsstruktur måste man emellertid också kartlägga ökningen i koncernernas utländska tillgångar och de finansiella flödena mellan utländska och svenska koncernbolag.

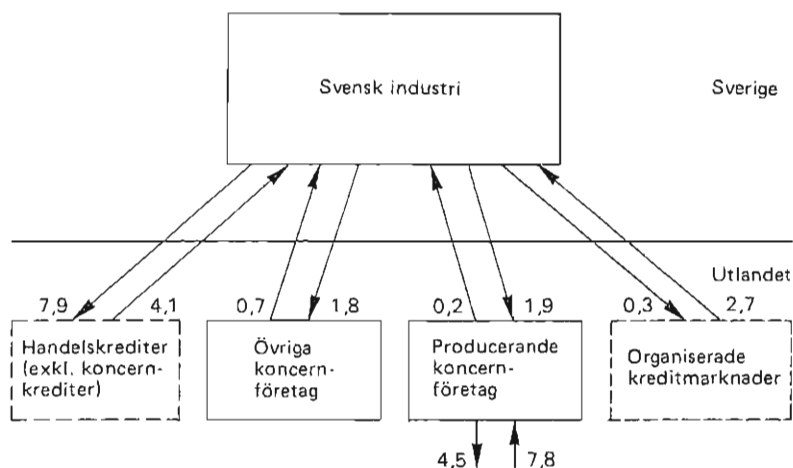
En sådan omfattande statistik som krävs för denna typ av undersökning har vi tyvärr för närvarande endast för perioden 1965–70. Dessutom har vi för 1975 utförliga uppgifter för de 20 största utlandsinvesteringande industriföretagen, mätt med antalet anställda i utlandet. I det följande presenterar vi därför en analys som till stor del bygger på tillgängliga data för 1965–70 som insamlats för IUI:s pågående kartläggning av multinationella företag.

I figur 10 åskådliggörs utestående lån och fordringar mellan svensk industri och utlandet i slutet av 1970. För att kunna göra en sådan redovisning har vi utnyttjat SCB:s statistik över företagens utländska skulder och tillgångar, SCB:s finansstatistik och IUI:s uppgifter om de utlandsinvesteringande industriföretagen. De senare uppgifterna finns för närvarande endast tillgängliga för åren 1965, 1969 och 1970.

Av figur 10 ser man att svensk industri hade en nettoutlåning till sina utländska producerande dotterbolag på 1,7 (1,9–0,2) mdr kronor. De svenskägda producerande utlandsbolagens utländska nettoupplåning (finansiella tillgångar minus utländska lån) uppgick till 3,3 mdr kronor (7,8–4,5). De utländska dotterbolagen finansierade således 1970 sina reala tillgångar med 1,7 mdr kr från Sverige och 3,3 mdr kr från utlandet.

I gruppen övriga koncernföretag ingår både svenska företags utländska dotterbolag och utländska moderbolag, som har finansiella transaktioner med sina dotterbolag i Sverige. Fordran på svensk industri på 0,7 mdr kr hänförs till den senare kategorin.

Miljarder kronor



Anm: Pilarnas spets anger låntagaren.

Figur 10 Svensk industri. skulder och fordringar gentemot utlandet i slutet av år 1970. Miljarder kronor

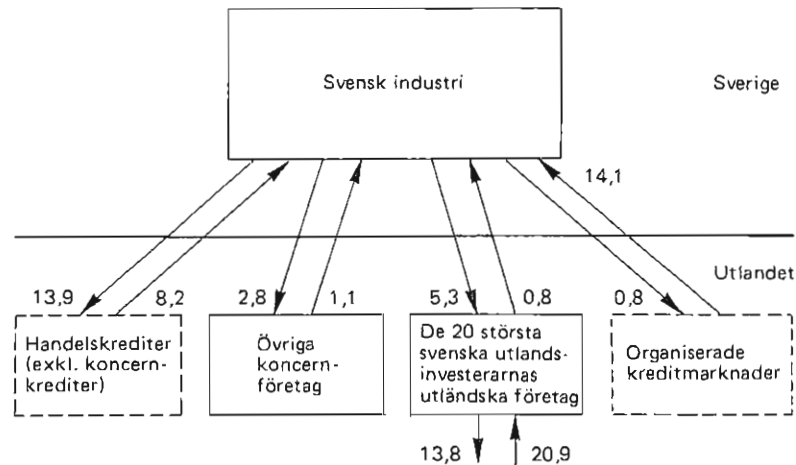
Svensk industris utestående handelskrediter till utlandet uppgick 1970 till 7,9 mdr kr, medan handelskrediter från utlandet uppgick till 4,1. Svensk industri ökade mellan 1966 och 1970 nettofordran på utlandet ifråga om handelskrediter från 1,9 till 3,8 mdr kr.

Svensk industris upplåning på den utländska organiserade kapitalmarknaden uppgick ännu 1970 till ett betydligt mindre belopp (2,7 mdr kr) än nettot av handelskrediter och var också mindre än nettoutlåningen till de utländska koncernföretagen.

Figur 11 visar hur svensk industris ställning gentemot utlandet utvecklats till slutet av år 1975. Nettofordringarna i handelskrediter (exklusive koncernmellanhavanden) mot utlandet hade då vuxit till 5,7 miljarder kronor. De utländska dotterbolagen till de 20 största utlandsinvesteringarna inom industrin hade endast en femtedel av sina utestående skulder eller 5,3 miljarder kronor till svenska koncernbolag, medan huvuddelen av upplåningen eller 20,9 miljarder skett på andra, främst utländska marknader. Dessa utlandsföretags utestående fordringar var i slutet av 1975 14,6 miljarder kronor, varav endast 0,8 miljarder kronor gällde svenska koncernföretag. Detta ger oss också att de utländska bolagen i de 20 koncernerna hade en netto-upplåning från Sverige, som var 4,5 miljarder kronor i slutet av 1975. Vi ser vidare att svensk industris nettoupplåning från utländska organiserade kreditmarknader ökat kraftigt från 2,4 miljarder kronor 1970 till 13,3 miljarder kronor 1975. Därav svarade de 20 koncernerna för 38 % eller 5,1 miljarder kronor. Upplåningen från den utländska organiserade kapitalmarknaden i de 20 koncernernas svenska bolag 1975 var således av den storleken att den mer än väl räckte för att finansiera dessas utlåning till de utländska koncernföretagen.

Utöver de här i figurerna 10 och 11 redovisade fordringarna och skulderna gentemot utlandet har svensk industri ett betydande eget kapital investerat

Miljarder kronor



Figur 11 Svensk industris
nettotillgångar
mot utlandet i slutet
av år 1975. Miljarder
kronor

Anm: Pilarnas spets anger låntagaren.

Källor: SM F 1977:9 och SM F 1977:10.

i utlandet, samtidigt som en del av det egna kapitalet i svensk industri är utlandsägt. År 1970 uppgick det bokförda värdet av det egna beskattade kapitalet till 5,6 miljarder kronor i svenskägda producerande dotterbolag i utlandet. Det i svensk industris balansräkningar upptagna värdet på aktier och obligationer i utländska företag uppgick till 3,3 miljarder kronor. Detta är betydligt lägre än det bokförda värdet av det egna kapitalet i utländska koncernbolag och minoritetsintressen. För de 20 största utlandsinvesteringarna var år 1975 det bokförda värdet av aktierna i de utländska dotterbolagen 4,9 miljarder kronor, medan det redovisade värdet på det egna kapitalet i de utländska bolagen uppgick till det dubbla, eller 9,8 miljarder kronor. Totalt utgjorde det bokförda värdet på aktier i utländska dotterbolag 5,3 miljarder kronor inom den svenska industrin 1975. Att aktievärdet i de svenska moderbolagens balansräkning är så lågt upptaget beror främst på att man underlåter att skriva upp värdet i takt med att det egna kapitalet växer i de utländska dotterbolagen genom vinstnedplöjning.

I tabell 19 har vi sammanfattat informationen i figurena 10 och 11 och lagt till det bokförda värdet av aktierna i utländska företag samt ett ungefärligt övervärde som finns i de utländska aktierna. Därav framgår att svensk industri hade betydande nettotillgångar i utlandet. Med tillägg av det uppskattade övervärdet på aktierna i utlandet stiger saldot sannolikt till omkring 10 miljarder kronor 1970 för att sedan sjunka till ca 9 miljarder kronor 1975 på grund av den kraftiga expansionen av den utländska upplåningen. Detta saldo representerar svensk industris nettotillgångar i utlandet. Mellan 1966 och 1975 har vi beräknat att detta saldo ökade med 3,3 miljarder kronor.

Tabell 19 Utländska tillgångar och skulder i svensk industris balansräkningar 1966, 1970 och 1975. Miljarder kronor

	1966	1970	1975		1966	1970	1975
Kassa, bank	0,1	0,1	0,2	Handelskrediter (ej koncern)	2,1	4,1	8,2
Handelskrediter (ej koncern)	4,1	7,8	13,9	Lån på utländska organiserade kreditmarknader	1,3	2,7	14,1
Aktier och obligationer (övervärde på aktier)	1,3 (2,1)	3,3 (2,7)	5,3 (5,2)				
Koncernfordringar	1,8	3,7	8,3	Koncernskulder	0,3	0,8	1,9
Övrigt	0,3	0,4	0,6	Saldo	3,7 (6,0)	7,7 (10,2)	24,2 (9,3)
Summa	9,7	17,9	33,5	Summa	9,7	17,9	33,5

Källor: Finansstatistiken och Företagens utländska tillgångar och skulder SM N 1973:37, SM F 1977:9.

Finansiering av svensk industris utlandsinvesteringar

Nästa steg i analysen är att studera hur den svenska industrin har finansierat ökningen i sina utländska tillgångar. I tabell 20 har vi försökt att göra en sådan finansieringsanalys. Tillgångarna i de utländska producerande dotterbolagen har ökat med ca 6,6 mdr kr. Det bör observeras att detta är ökningen av balansomslutningen exkl. dolda reserver. Vanligen brukar man i svenskt investerat kapital i utlandet endast inkludera ökningen i eget kapital (kvarhållen vinst + aktieköp) och långa lån från moderbolaget, vilket uppgick till 2,3 mdr kr åren 1967–1970 enligt uppskattningarna i tabell 20. Här tar vi med hela ökningen av tillgångarna i de utlandsproducerande dotterföretagen.

Den väsentliga skillnaden mellan det här använda måttet på kapital investerat i utlandet och den sedvanliga definitionen på svenskt investerat kapital i utlandet är att den andel av ökningen i de svenskägda utlandstillgångarna som finansierats genom lån utomlands inte ingår i det senare begreppet. Som framgår av tabell 20 har över hälften av ökningen i de utländska tillgångarna finansierats utomlands ($3,8/6,6 = 0,58$). Återstoden har finansierats genom svenska direktinvesteringar, dvs. sådana poster som går via den svenska betalningsbalansen samt korta lån från moderbolagen, vilka i huvudsak består av handelskrediter.

Begreppet direktinvestering är ett finansieringsbegrepp som anger hur mycket av den långa finansieringen som kommer från moderlandet. Det säger inget om de utländska företagens totala investeringar i finansiella och reala tillgångar. En ökning i direktinvesteringarna behöver därför inte vara förenad med en ökning i totala tillgångarna i svenska koncernföretag i utlandet eller vice versa.

Företagens finansieringsstrategi är – av ett antal fall att döma – att söka

finansiera så stor del av sina utlandsinvesteringar som möjligt utomlands. Detta har också varit riksbankens önskemål. Eftersom de utländska dotterbolagen dock ofta har en begränsad egen kreditvärdighet måste moderbolagen tillföra nytt aktiekapital eller ge lån. Moderbolagen kan också ibland nöja sig med att gå i borgen. Hur stor del av de utländska företagens egna upplåning utomlands som har moderföretagets borgen känner vi inte.

Tabell 20 Finansieringsanalys för svensk industris utländska producerande dotterbolag 1966–1970

Miljarder kronor, uppskattade värden

<i>Ökning av tillgångar:</i>	
Korta o. långa fordringar mot icke-koncernföretag	2,5
Övriga tillgångar	4,1
Summa ökning av tillgångar	6,6
<i>Tillförda medel</i>	
Vinst efter avskrivningar o. finansiella kostnader o. intäkter	2,9
– Skatter	1,2
= Nettovinst (efter skatt, före bokslutsdispositioner)	1,7
– Utdelning	0,8
= Kvarhållen vinst	0,9
Ökning av skulder till svenskt koncernföretag, långa (netto) korta	0,4 0,5
Ökning av utländsk upplåning	3,8
Nyteckning och aktieköp	1,0
Summa tillförda medel	6,6

Källa: Uppgifterna är sammanställda från det enkätmaterial som insamlades vid IUI för svensk industris utländska producerande dotterbolag, av Birgitta Swedenborg och Eva Thiel för åren 1965, 1969 och 1970. Enkätundersökningens huvudresultat har publicerats i boken: *Den svenska industrins investeringar utomlands*, B. Swedenborg, IUI 1973.

Uppgifterna om tillgångarnas och skuldernas förändring mellan 1965 och 1970 återfinns i tabellerna 13, 17 och 28. Utdelningarnas nivå anges på sid 80–81. Vinstnivåerna 1965 och 1970 i kr finns i Appendix A, av Eva Thiel. För uppskattning av stockdifferenser mellan slutet av år 1966 och 1970 har primärmaterialet bearbetats.

Kommentar till tabell 20

Med hänsyn till att vi önskat få jämförbarhet med annan statistik har vi försökt göra finansieringsanalyser för fyraårsperioden 1967–1970. Vi har för den skull sökt skatta nivån på tillgångar och skulder vid utgången av 1966 genom att interpolera mellan värden i slutet av 1965 och 1969. Vinst- och utdelningsflödena har för 1967 och 1968 antagits ligga på samma nivå som 1965. Detta är en försiktig bedömning, som motiverats av att 1967 och 1968 var lågkonjunkturår.

Tillgångarna avser bokförda värden. Den eftersträlvade värderingen är anskaffningsvärden efter planenliga avskrivningar. Om obeskattade reserver ökar genom lagerredskrivning eller överavskrivning kommer den angivna ökningen att underskatta den faktiska ökningen i tillgångarna. Vi har förutsatt en viss ökning i de dolda reserverna.

Tillgångarna har ökat genom investeringar i genomgående företag, genom köp av nya företag minus försäljning, genom att tidigare minoritetsägda företag eller försäljningsbolag under perioden blivit producerande koncernföretag, varvid tillgångarna ökar med hela balansslutningen. Det sistnämnda ger en överskattning av ökningen i tillgångarna under perioden. Å andra sidan ingår inga direktinvesteringar i försäljningsbolag eller minoritetsintressen under perioden.

Vinsten är beräknad efter bokföringsmässiga avskrivningar. Dessa har i genomsnitt under perioden 1965–1970 uppgått till 12,8 % av det bokförda värdet av de fasta anläggningstillgångarna. Detta tyder inte på att någon stor skillnad föreligger mellan bokföringsmässiga och planenliga avskrivningar.

Skatterna utgör i genomsnitt ca 41 % av beräknad vinst före bokslutsdispositioner.

Utdelningens andel av nettovinsten utgör knappa 50 % och är densamma som gällde i genomsnitt för de tre åren 1965, 1969 och 1970. Ca 75 % av utdelningen remitteras till Sverige, resten går till minoritetsintressen och till utdelningsskatt i vissa länder. Ca 0,1 mrd kr avser kostnadsrätter till moderbolaget och har dragits av vid beräkning av nettovinsten.

Nyteckning och aktieköp har framkommit som ett saldo. Totalt skulle det egna kapitalet ha ökat med $1,0 + 0,9 = 1,9$ mdr kronor enligt våra överslagsberäkningar.

Direkta investeringar definieras som summan av kvarhållna vinstmedel, långa lån till dotterbolag och aktieköp och nyteckningar. Totala direktinvesteringar i dotterbolag skulle enligt de uppskattade värdena i tabellen uppgå till $1,9 + 0,4 = 2,3$ mdr kr. För en diskussion om hur denna skattning av utländska direktinvesteringar förhåller sig till de under perioden av riksbanken lämnade tillstånden till direktinvesteringar, se Appendix B, Swedenborg, 1973, tabell B1 och B3. Det bör särskilt påpekas att tillstånden till direktinvesteringar anges brutto. Från dessa skall amorteringar och försäljning av aktier dras.

Av finansieringsanalysen i tabell 20 framgår att ökningen i eget kapital uppgick till 1,9 mdr kronor. Detta motsvarar en marginell soliditet på ca 30 %, vilket ungefär motsvarar den vi kunnat konstatera för svensk industri som helhet under den studerade perioden. Om de långa lånen från moderbolagen skulle betraktas som ersättning för aktiekapital blir soliditetsrelationen 35 %.

Långa lån till dotterbolag i utlandet kan ses som ett alternativ till tillskott av eget kapital. Långa lån utgör dock en markant liten del av ökningen i eget kapital ($0,5/1,9 = 0,26$). Det finns flera slag av överväganden som kan göras vid valet mellan att tillföra eget kapital eller att finansiera utlandsinvesteringarna med långa lån. Finansiering med långa lån har fördelen att dessa kan återbetalas till moderbolaget när det utländska dotterbolaget genererar tillräckligt med egna vinster. Det kan i vissa fall vara lättare att återbetala lån än att återremittera vinsten genom utdelningar.

Finansieringssättet påverkas också av beskattningens utformning. Räntekostnaden är avdragsgill för det utländska dotterbolaget och beskattas i moderlandet (investerarlandet), medan vinsten på eget kapital beskattas i mottagarlandet (det land som investeringarna görs i). Om skattesatsen i moderlandet (investerarlandet) är lägre än i mottagarlandet (det land investeringen görs i) kan det finnas ett argument för att finansiera utlandsinvesteringen med lån istället för med eget kapital. Som visas i tabell 20 var skatteprocenten för perioden 1966–70 i utlandet ungefär lika hög som den effektiva skatteprocenten i Sverige.³⁸ Det synes därför inte ha funnits några skattetekniska skäl att föredra den ena eller den andra finansierings-

³⁸ Med effektiv skatteprocent avser vi här faktisk skatt + beräknad skatt på förändringen i de obeskatade reserverna i relation till en beräknad vinst för skatt.

formen. Om företagen ökar sin internationella upplåning för att finansiera lån till utländska dotterbolag kommer det att registreras först som kapitalimport, sedan som kapitalexport. Moderbolaget får en fordran på dotterbolaget som svarar mot den utländska upplåningen. Om de utländska dotterbolagen lånar själva förs inte transaktionerna över moderbolagets balansräkning. Denna form av bankverksamhet gentemot dotterbolagen som moderbolaget bedriver tenderar att sänka dess soliditet.

På tillgångssidan i svensk industris balansräkning uppkommer dels finansiella fordringar – handelskrediter, medel inestående i utländska kreditinstitut och lån till utländska dotterbolag – dels anläggningstillgångar i form av innehav av aktier i utländska dotterbolag och minoritetsintressen. Dessa aktier värderas emellertid, som påpekades ovan, betydligt lägre än det egna kapitalet som de utländska dotterbolagen och minoritetsintressena redovisar. Detta betyder att man rent bokföringsmässigt skulle få en ökning av soliditeten i svensk industri om man justerar för dolda reserver i utländska aktier.

Under perioden 1966–70 ökade för svensk industri det bokförda värdet av utländska aktier och obligationer med 2 mdr kronor (se tabell 19). Ökningen i innehavet av utländska obligationer torde vara liten. Däremot ingår ökningen av aktieinnehavet i utländska minoritetsintressen. Enligt Svedenborgs undersökning ökade detta aktiekapital med 300 miljoner mellan 1965 och 1970. Ökningen av aktier i utländska producerande dotterbolag skulle således vara av storleksordningen 1,5 mdr kr. Detta är något mindre än den ökning i eget kapital som beräknats i tabell 20. Även om således aktierna är starkt undervärderade jämfört med det egna kapitalet i de utländska dotterbolagen är skillnaden i förändringen under den observerade fyraårsperioden relativt måttlig.

Vi har dessvärre för närvarande ej motsvarande flödesdata tillgängliga för perioden efter 1970. Ett undantag utgör dock 1975 för vilket vi har uppgifter om finansieringen i de utländska företagen för de 20 största utlandsinvesteringarna inom industrin. Då uppgifterna endast avser ett enstaka år kan de dock vara starkt påverkade av speciella förhållanden som rådde just det året och som vi inte känner. Man måste därför iaktta försiktighet vid tolkningen.

De utländska dotterbolagen klarade 1975 sin finansiering till största delen genom att öka upplåningen på den utländska kapitalmarknaden. Av tabell 21 framgår att av de totalt tillförda medlen utgjordes drygt 65 % av en ökad utländsk upplåning, medan 22 % var nedplöjda vinstmedel (brutto). Nettoupplåningen från svenska koncernbolag ökade endast obetydligt. De svenska moderbolagen tillförde dock de utländska företagen 0,8 miljarder kronor i form av nyemissionsmedel, vilket svarar mot ca 11 % av utlandsföretagens kapitalanvändning brutto och 18 % netto. Vi ser vidare att en dryg tredjedel av kapitaltillförsefn används för att öka varulagren 1975. Nettoinvesteringen i materiella anläggningstillgångar utgjorde endast 0,2 miljarder kronor.

Utvecklingen under 1975 medförde att soliditeten i dessa koncerners utländska bolag sjönk och utgjorde i slutet av året ca 26 %, mätt som eget kapital inklusive halva det obeskattade kapitalet i lagerreserv och inves-

Tabell 21 Finansieringsanalys för den utländska koncerndelen av de 20 största utlandsinvesteringarna inom svensk industri 1975

Miljarder kronor

<i>Tillförda medel</i>	
1. Bruttoöverskott	4,2
varav avskrivningar	2,9
nettoöverskott	1,3
2. Finansiellt netto	-1,1
3. Skatter	1,0
4. Utdelning till svenska koncernföretag	0,5
5. Från rörelsen (= 1+2-3-4)	1,6
6. Ökning av skulder till svenska koncernföretag (netto)	0,1
7. Ökning av övriga skulder (främst utlandet)	4,8
8. Nyemission till svenska koncernföretag	0,8
9. Totalt tillförda medel (= 5+6+7+8)	7,3
<i>Använda medel</i>	
10. Ökning av finansiella tillgångar	1,7
11. Ökning av varulager	2,5
12. Investering i materiella anläggningstillgångar	3,1
varav återinvesteringar (= avskrivningar)	2,9
nettoinvestering	0,2
13. Totalt använda medel (= 10+11+12)	7,3

Källa: SM F 1977:10.

teringsfonder. För de svenska koncernföretagen ger motsvarande mått en avsevärt högre soliditet eller 33 %.³⁹

Som framgått av finansieringsanalysen i det föregående är soliditeten relativt låg i de utländska dotterbolagen. För att klara upplåningen i utlandet kan det i ett läge med hårdare kreditbedömningsnormer krävas en ökad insats av eget kapital eller lån från moderbolagen. Internationell upplåning i de svenska moderbolagen kan därför i viss utsträckning komma att ersätta de utländska dotterbolagens egen upplåning. Den fortsatt höga nivån på utlandsinvesteringar enligt riksbankens tillstånd till direktinvesteringar kan av allt att döma sammanhånga med en sådan omläggning av finansieringsmönstret.

Sammanfattningsvis torde den starka ökningen i svensk industris internationella upplåning ha lett till en minskad kapitalexport. Det är däremot tveksamt om svensk industri därigenom blivit en nettoimportör av kapital. Det förefaller som det föreligger ett relativt starkt samband mellan utländsk upplåning och ökning av utländska tillgångar. Trots den mycket kraftiga utländska upplåningen som skett under tidigare delen av 70-talet och då främst under 1974 hade den svenska industrin en nettofordran på utlandet vid 1974 års utgång som, även om man på tillgångssidan ej inkluderar aktier

³⁹ Det kan förefalla märkligt att de utländska koncernbolagen ej har svårigheter att låna, när soliditeten är så låg jämfört med den i de svenska företagen. En förklaring kan vara att de svenska skattereglerna ger stora möjligheter att skapa obeskattade lagerreserver. Mäter vi i stället soliditeten som enbart redovisat eget kapital i förhållande till det totala kapitalet finner vi att soliditeten i de utländska koncernbolagen är något högre än i de svenska.

i utländska dotterbolag, uppgick till ca 6 miljarder kronor. Utvecklingen under 1975 innebär dock att denna fordran ändrades till en nettoskuld på en dryg miljard kronor. Inkluderar man aktierna ger det att industrin har nettotillgångar i utlandet och dessa har trots nedgången under 1975 ökat med ca 5 % per år i genomsnitt mellan 1966 och 1975.

Appendix A. Real och nominell räntabilitet inom svensk industri

De flesta räntabilitetsmått som används är en blandning av real och nominell räntabilitet. Vi skall i detta avsnitt beräkna renodlade reala och nominella avkastningsmått. För att också de läsare som ej vill gå igenom den mer formella framställningen skall kunna tolka tabellen har de olika räntabilitetsmått även definierats i anslutning till tabell 22.

Den reala nettovinsten är företagets bruttoöverskott π minskat med kalkymässiga avskrivningar (aK_1) och lagervinst ($\frac{\Delta p_2}{p_2} \cdot K_2$) där K_1 står för materiella anläggningstillgångar till återanskaffningsvärde och K_2 för lager. Avskrivningsandelen är a och p_2 står för lagerpriserna. Tecknar vi de finansiella tillgångarna med K_3 blir de totala tillgångarna till återanskaffningsvärde $K_T = K_1 + K_2 + K_3$. De finansiella tillgångarna är nominellt bestämda och påverkas ej av prisförändringar. Den reala totalräntabiliteten före skatt blir då

$$R_T^R = \frac{\pi - aK_1 - \frac{\Delta p_2}{p_2} \cdot K_2 + r_i}{K_T} \quad (1)$$

Den nominella räntabiliteten på totalt kapital före skatt får man om man i resultatet inkluderar alla prisvinster

$$R_T^N = R_T^R + \frac{\Delta p_1}{p_1} \cdot \frac{K_1}{K_T} + \frac{\Delta p_2}{p_2} \cdot \frac{K_2}{K_T} \quad (2)$$

där $\frac{\Delta p_1}{p_1} \cdot K_1$ är den icke realiserade värdeökningen på materiella anläggningstillgångar och r_i betecknar finansiella intäkter.

Den nominella avkastningen på eget kapital före skatt blir då

$$R_{Ef}^N = R_T^N + (R_T^N - i) \frac{S}{E}$$

där i är den nominella låneräntan, S är skulder och E är eget kapital. Ett reallt mått på avkastningen på eget kapital får man om man rensar den nominella räntabiliteten på eget kapital från förändringar i köpkraften, här mätt som förändringen i konsumentprisindex.

$$R_{Ef}^R = R_{Ef}^N - \frac{\Delta KPI}{KPI} \quad (3)$$

Sambandet mellan real totalräntabilitet före skatt och real räntabilitet på eget kapital före skatt blir då

$$R_{Ef}^R = R_T^R(\text{inkl}) + \left[R_T^R(\text{inkl}) - \left(i - \frac{\Delta KPI}{KPI} \right) \right] \frac{S}{E} \quad (4)$$

där $R_T^R(\text{inkl})$ är ett reallt totalräntabilitetsmått som inkluderar de relativa prisvinsterna i förhållande till den allmänna prisnivån.

$$R_T^R(\text{inkl}) = R_T^R + \frac{\Delta p_1}{p_1} \cdot \frac{K_1}{K_T} + \frac{\Delta p_2}{p_2} \cdot \frac{K_2}{K_T} - \frac{\Delta KPI}{KPI} \quad (5)$$

$(i - \frac{\Delta KPI}{KPI})$ står för den reala låneräntan. Under perioden 1966–73 steg kapitalvärprisindex och prisindex för lager långsammare än konsumentprisindex. Företagen fick då vidkännas reala kapitalförluster.

Av tabell 11 ser man att den reala totalräntabiliteten inklusive reala kapitalvinster har legat på ca 3 %. Den låg något lägre under 70-talets första hälft, trots att där ingår rekordvinståret 1974. Det bör dock observeras att den reala totalräntabiliteten steg förhållandevis måttligt det året, eftersom en mycket stor del av vinsten var prisvinster på lager och delvis realiserad kapitalvinst på fast realkapital.

Prisvinsterna på lager har beräknats som produkten av det genomsnittliga lagret under perioden och den genomsnittliga årliga förändringen i producentprisindex för industrin. Värdestegringen i anläggningstillgångar motsvarar den tidigare redovisade z-termin.

Vid beräkning av räntabiliteten på eget kapital efter skatt har en schablonmässig skatt på 50 % använts på den renodlat nominellt beräknade vinsten. Det betyder att även skatten på den ännu ej realiserade värdestegringen på anläggningstillgångarna belastar resultatet. Skillnaden mellan denna skatt och den faktiskt betalda skatten är ökningen i skattekrediten. Företagets dolda reserv beräknas således här såsom skillnaden mellan vad tillgångarna kostar att återanskaffa i dag efter avskrivning och bokfört värde. Den vanligen använda definitionen på dold reserv är skillnaden mellan tillgångarnas anskaffningsvärden och bokfört värde.

Den *reala låneräntan* sjönk kraftigt mellan perioderna 1965–69 och 1970–74 från 0,9 % till –2,4 %. Detta var det avgörande skälet för att den reala avkastningen på eget kapital kunde ökas något trots att totalräntabiliteten gick ner. Därtill kom att den stigande skuldkvoten ger en högre hävstångseffekt. Den nominella låneräntan är mycket låg, delvis beroende på de stora skattecrediterna som ingår i skulderna. Exklusive dessa och exklusive handelsskulder blir låneräntan 4,7 respektive 5,0 % under de bägge perioderna. Inflationen uppgick i genomsnitt till 3,8 respektive 7,4 % per år.

Ekvation (6) visar sambandet mellan räntabilitet på eget kapital efter skatt och real totalräntabilitet inklusive kapitalvinster. Vinstskattesatsen betecknas t .

$$R_{Ee}^R = (1-t) \left[R_T^R(\text{inkl}) + \left[R_T^R(\text{inkl}) - \left(i - \frac{\Delta KPI}{KPI} \right) \right] \frac{S}{E} - t \cdot \frac{\Delta KPI}{KPI} \right] \quad (6)$$

$$1965-69 \quad 1,0 = 0,5 [3,1 + [3,1 - (4,7-3,8)] \cdot 1,26] - 0,5 \cdot 3,8$$

$$1970-74 \quad 1,8 = 0,5 [2,7 + [2,7 - (5,0-7,4)] \cdot 1,62] - 0,5 \cdot 7,4$$

Den sista termen i ekvation (6) beror på att beskattning utgår på de nominella vinsterna.

Den reala räntabiliteten på eget kapital efter skatt har uppgått till ungefär 1,5 % i genomsnitt över hela perioden. Man kan jämföra det med den reala avkastningen på aktier (direktavkastning + värdeförändring). Den uppgick 1965–1974 till –0,6 % per år. År 1975 steg börskursen mycket starkt (+25 %). För perioden 1965–1975 var den reala totalavkastningen på aktier 1,3 % per år.

Tabell 22 Nominell och real räntabilitet på totalt och eget kapital i svensk industri 1966-74 och prognos för 1980 (Procent)

		1966-	1970-	1974	1970-	Prognos	
		1969	1973		1974	1980	
						0-alt.	1-alt.
<i>Real räntabilitet före skatt</i>							
minellt	R_T^N	6,9	8,7	13,9	10,1	10,4	11,3
realt	R_T^R	5,1	4,4	3,4	4,1		
realt, inkl. kapitalvinst (-förlust)	R_T^R (inkl)	3,1	1,9	4,0	2,7	3,1	3,5
<i>Räntabilitet på eget kapital</i>							
realt endast 50 % av obeskattat kapital)	$R_{E f}^N$	9,7	14,7	28,9	18,4	19,6	22,9
minellt efter skatt	$R_{E e}^N$	4,8	7,4	14,5	9,2	9,8	11,5
realt före skatt	$R_{E f}^R$	5,9	7,9	19,0	11,0	12,3	15,3
realt efter skatt (beräknad som 50 % av nominell vinst)	$R_{E e}^R$	1,0	0,6	4,6	1,8	2,5	3,7
realt efter skatt (Beräknad med effektivt kapital och eget kapital inkl. hela det obeskattade kapitalet)	$R_{E e}$	2,0	3,3	10,7	4,8	5,8	7,1

Anm.: *Nominell totalräntabilitet* är här beräknat som nettoöverskott (förädlingsvärde minus summan och löner och kalkylmässiga avskrivningar) inklusive finansiella intäkter och *icke realiserade värdestegringsvinster* på anläggningar i förhållande till de totala tillgångarna. (Tillgångarna minskade med handelsskulderna och anläggnings-tillgångarna är upptagna till återanskaffningsvärde.)

Real totalräntabilitet definieras här som nettoöverskott plus finansiella intäkter minus beräknade *realiserade lagervinster* i förhållande till totalt kapital beräknat som ovan.

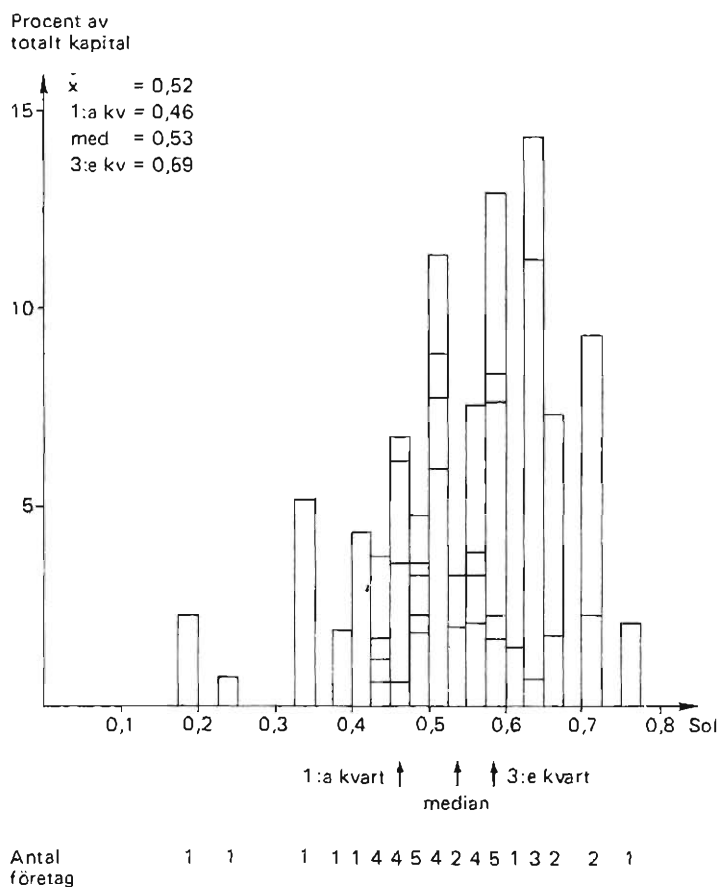
Real totalräntabilitet inklusive kapitalvinst (-förlust) är beräknad som den reala totalräntabiliteten ovan med den skillnaden att detta mått även inkluderar den del av prisstegringsvinster som överstiger (understiger) förändringen i den allmänna prisnivån, mätt med konsumentprisindex.

Nominell räntabilitet på eget kapital definieras som nettoöverskott plus finansiella intäkter och *icke realiserade värdestegringar* på anläggningstillgångar minus finansiella kostnader i förhållande till eget kapital. Det egna kapitalet beräknas här dels som eget redovisat kapital plus halva det obeskattade kapitalet, dels som eget redovisat kapital plus hela det obeskattade kapitalet (obeskattat kapital utgör skillnaden mellan totalt kapital och summan av redovisade skulder och redovisat eget kapital).

Real räntabilitet på eget kapital beräknas som ovan men minskas med höjningen av den allmänna prisnivån (köpkraftsförsämringen) mätt som ökning av konsumentprisindex.

Räntabilitet på eget kapital efter skatt. När det egna kapitalet beräknas *inklusive endast halva det obeskattade kapitalet* används här en kalkylmässig skatt som är 50 % av det nominella resultatet efter avskrivningar och finansiella intäkter och kostnader. I det fall det egna kapitalet definieras *inklusive hela det obeskattade kapitalet* används den faktiskt betalda skatten.

Avkastningen på aktier har således utvecklats väsentligt långsammare än avkastningen på eget kapital efter skatt. Detta kan vara en följd av stigande skatter på utdelningarna orsakade av stigande marginalsatser och skärpt realisationsvinstbeskattning.



Figur 12 De 42 koncernernas totala tillgångar fördelade med avseende på soliditeten. Genomsnitt 1965-69

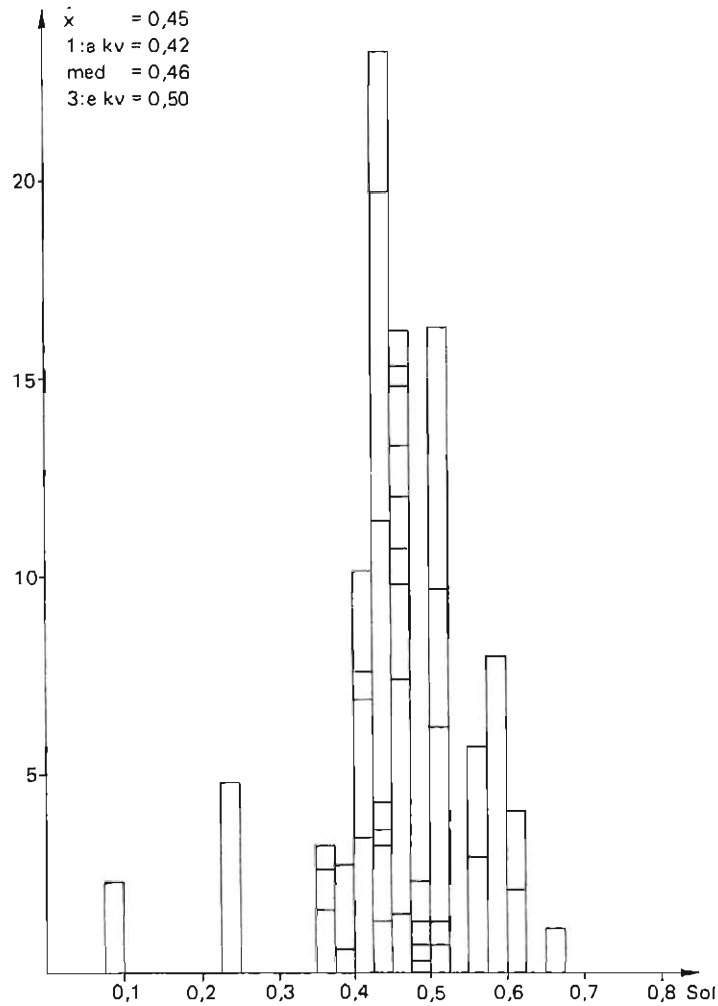
Appendix B 42 större industrikoncerner

För att försöka ge en så fullständig bild som möjligt av den historiska utvecklingen presenterar vi i detta appendix vissa data för 42 större svenska industrikoncerner.¹ Dessa koncerner representerar en mycket stor del av svensk industri. De svarar för omkring hälften av industriproduktionen i Sverige. I detta material utgår vi från koncernen som den ekonomiskt relevanta enheten. Vi undviker därigenom de uppblåsningseffekter som följer av mellanhavanden inom koncerner i ett aggregerat material som bygger på juridiska enheter. Vidare kan vi särskilja företag med behov av extern finansiering från sådana med överskottssparande, vilket möjliggör mer rättvisande mått på finansieringssituationen än självfinansieringsmått som bygger på aggregerade data. Det bör även påpekas att de materiella anläggningstillgångarna för de 42 koncernerna för närvarande är beräknade till anskaffningsvärde, vilket påverkar olika relationer exempelvis finanskvot och soliditet. Detta bör man hålla i minnet vid jämförelser med motsvarande relationer för den aggregerade industrin i det föregående.

För de 42 koncernerna ändrades den genomsnittliga självfinansierings-

¹ Koncernerna redovisas slutet på detta appendix.

Procent av
totalt kapital



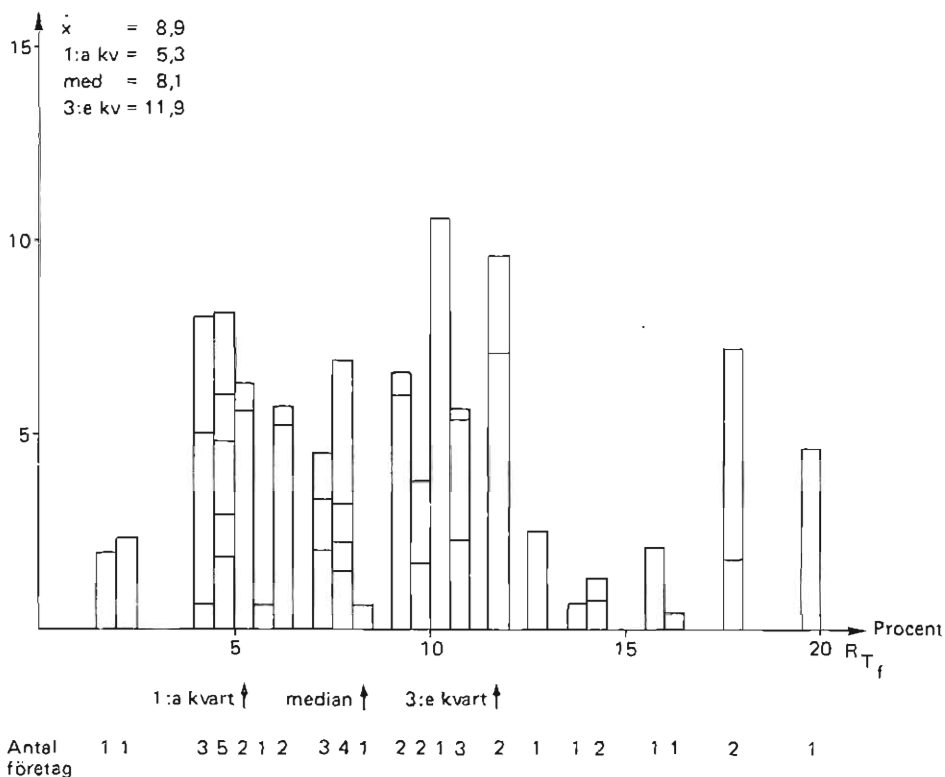
r 13 De 42 koncerner-
totala tillgångar förde-
med avseende på
liteten. Genomsnitt
'-75

1:a kvart ↑ ↑ ↑ 3:e kvart
median

Antal företag	1	1	3	2	4	7	9	4	5	2	1	2	1
---------------	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---

graden högst obetydligt från 71,3 för femårsperioden 1965-69 till 72,6 % för femårsperioden 1971-75. Under den förra perioden behövde 27,9 % av de samlade investeringarna i lager och materiella anläggningstillgångar för de 42 koncernerna externfinansieras. För perioden 1971-75 hade samma behov ökat till 36,7 % av de totala investeringarna. Det samlade överskottssparandet inom gruppen i relation till de totala investeringarna var 2,2 % perioden 1965-69 och 1,9 % 1971-75. Antalet koncerner med överskottssparande var 5 respektive 6.

Procent av
totalt kapital



För de 42 koncernerna sjönk den genomsnittliga soliditeten från 52 % i genomsnitt för perioden 1965–69 till 46 % för perioden 1971–75. Soliditeten är här definierad som eget kapital inklusive halva det obeskattade kapitalet i förhållande till det totala arbetande kapitalet, vilket i sin tur utgörs av anläggningstillgångar och rörelsekapital, dvs. det totala kapitalet är lika med balansomslutningen exklusive handelsskulderna. Spridningen i soliditet mellan de olika koncernerna var avsevärd, vilket framgår av figur 12 och 13. För perioden 1965–69 var 1:a kvartilen 46 %, medianen 53 % och 3:e kvartilen 59 %; för den senare perioden var de respektive 42, 46 och 50 %.

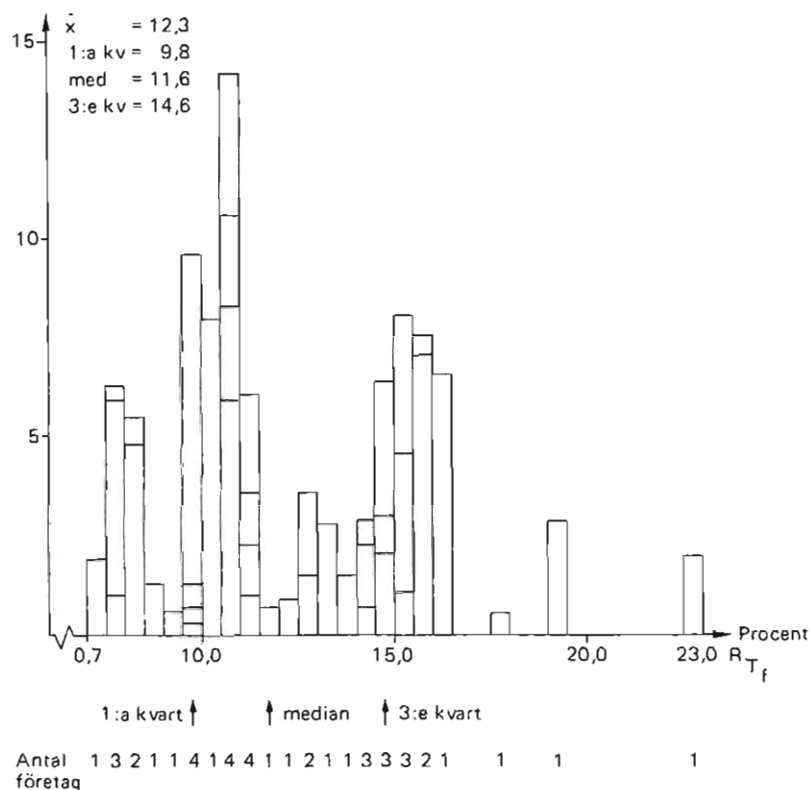
Totalräntabiliteten före skatt för koncernerna höjdes påtagligt mellan de båda perioderna från 8,9 % i genomsnitt 1965–69 till 12,3 % för åren 1971–75 och räntabiliteten på eget kapital från 7,4 till 16,2 %. Figur 14, 15, 16, 17 och 18 visar spridning i räntabilitet mellan de olika koncernerna.

Förändringen i kapitalstruktur för de 42 koncernerna framgår av tabell 23. För denna grupp koncerner ser vi att de finansiella tillgångarna i motsats till utvecklingen för den aggregerade industrin ökat långsammare än de totala tillgångarna, medan skulderna även för dessa koncerner ökar snabbare än de totala tillgångarna. De genomsnittliga årliga tillväxttakterna för de olika kapitalmåten framgår av tabell 24.

Sammanfattningsvis kan sägas att de 42 koncernerna uppvisar stora olikheter sinsemellan vad avser finansieringssituationen, men för gruppen som

Figur 14 De 42 koncerners totala tillgångar fördelade med avseende på räntabilitet på totalt kapital. Genomsnitt 1965–69

Fig 15 De 42 koncerner-
totala tillgångar förde-
re med avseende på
stabilitet på totala
ital. Genomsnitt
1975



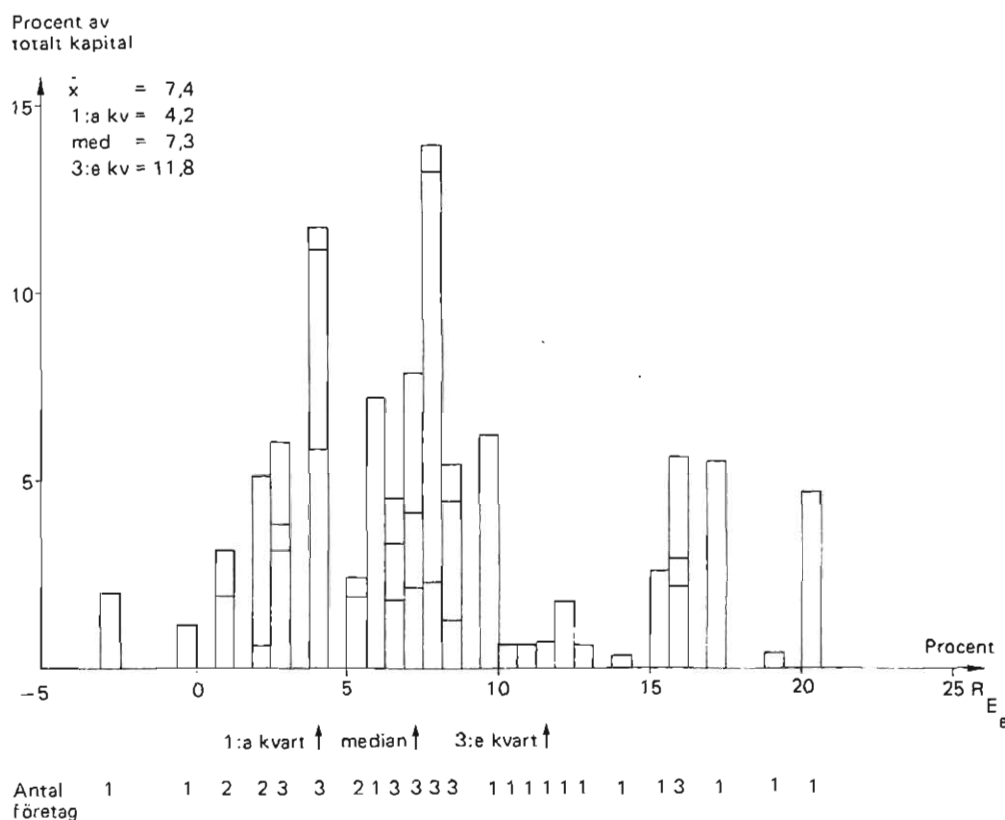
helhet svarar även här externfinansieringen för en ökad andel av de totala investeringarna.

Vad som skiljer i utvecklingen för de 42 koncernerna från den i hela industrin är att de finansiella tillgångarnas relativa betydelse minskar för koncernerna medan den ökat för industrin som helhet. Detta förklaras av att koncernföretagens finansiella tillgångar i ökad utsträckning avser andra företag i de allt större koncernerna och att denna typ av tillgångar faller bort vid konsolideringen.

Tabell 23 42 industrikoncerners kapitalstruktur 1965 och 1974
(miljarder kronor och procent)

	1965		1974	
	Mdr kr	%	Mdr kr	%
1. Materiellt kapital	31,5	85	81,4	89
2. Finansiellt kapital	5,5	15	9,7	11
3. Skulder	10,5	28	34,6	38
4. Eget kapital	26,5	72	56,5	62
5. Totalt kapital	37,0	100	91,1	100

Anm.: De materiella tillgångarna är värderade till anskaffningsvärde. Balansomslutningen har minskats med handelsskulder, dvs. endast handelsfordringar netto redovisas på aktivsidan.



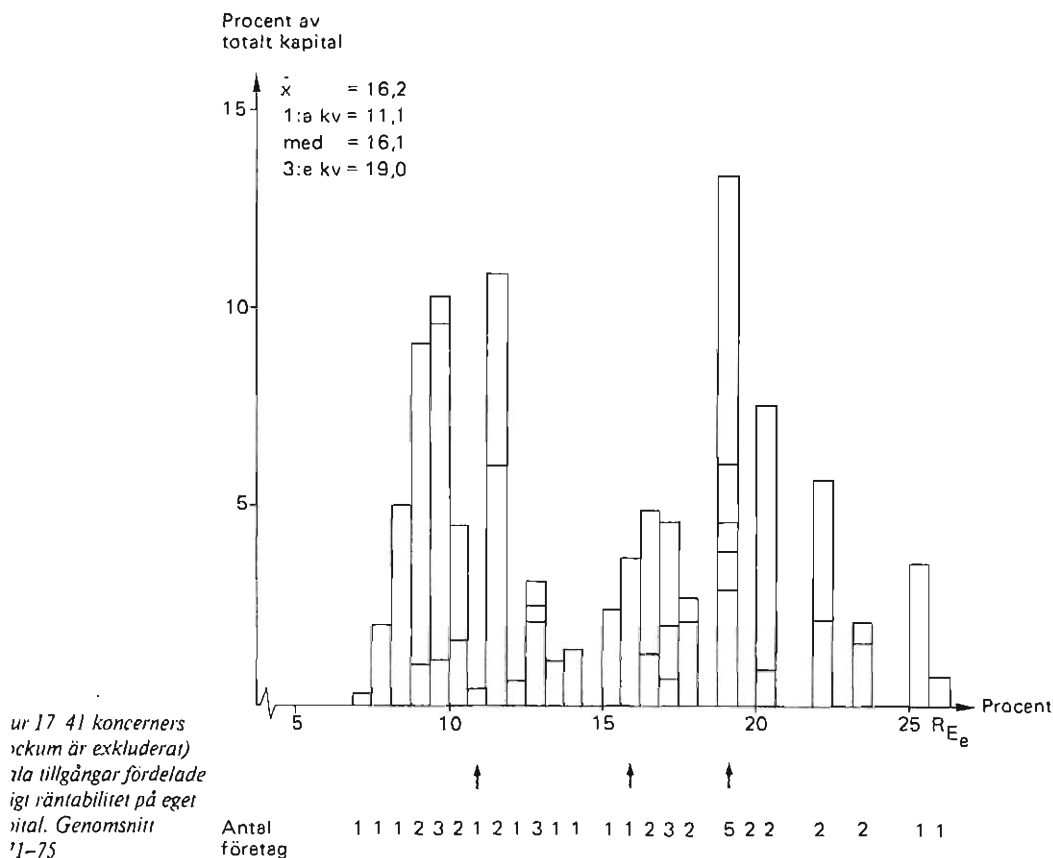
Tabell 24 42 industrikoncerner. Genomsnittliga årliga tillväxttakter 1965-74 i procent för de olika kapitalmåtten

1. Materiellt kapital	11,1
2. Finansiellt kapital	6,5
3. Skulder	14,2
4. Eget kapital	8,8
5. Totalt kapital	10,5

Figur 16 41 koncerners (Kockum är exkluderat) totala tillgångar fördelade med avseende på räntabilitet på eget kapital. Genomsnitt 1965-69

42 större industrikoncerner

AGA	Bulten	KemaNord	SCA
Alfa Laval	Cardo	Klippan	Svenska Fläktfabriken
ASEA	Electrolux	Kockum	SKF
Astra	Esselte	Kopparfors	STAB
Atlas Copco	Euroc	Korsnäs	Statsföretag
Bahco	Fagersta	LM Ericsson	Stora Kopparberg
Billerud	Gränges	MoDo	Trelleborg
Bofors	Holmens Bruk	Perstorp	Uddeholm
Boliden	Husqvarna	PLM	Volvo
DN	Iggesund	SAAB	
Bergvik & Ala	KF	Sandvik	



Appendix C Konsoliderad balansräkning för svensk industri

En icke oväsentlig del av industriföretagens upplåning är skulder hos andra industriföretag. Denna inbördes kreditgivning inom svensk industri har bidragit till en uppblåsning av industrins tillgångar och skulder. Betraktar man aggregerade balansräkningsuppgifter för svenska industriföretag får man därför ej någon rättvisande bild av den svenska industrins ställning gentemot den övriga ekonomin. Den interna kreditexpansionen ger genom uppblåsningen även en sämre utveckling av soliditeten än vad som skulle framkomma i en konsoliderad balansräkning.

För att få en uppfattning om den svenska industrins upplåning från övriga sektorer försöker vi upprätta en koncernbalansräkning för "AB SVENSK INDUSTRI". I den skall helst alla skulder och fordringar mellan svenska industriföretag elimineras så att den endast visar industrins fordringar och skulder till utlandet och den övriga svenska ekonomin. Detta är en mycket vanskelig uppgift, eftersom de för ändamålet nödvändiga balansräkningsuppgifterna ej finns tillgängliga. Genom vissa förenklande antaganden kan vi dock få en grov uppfattning om storleksordningen av de interna fordringarna och skulderna.

Tabell 25 "AB SVENSK INDUSTRI" skuldstruktur 1966 och 1974
Procent

	1966	1974
Rörelsegenererade krediter	38,5	37,3
Lån från den organiserade svenska kreditmarknaden	42,9	35,8
Skulder till utlandet (exkl. koncern- och handelskrediter)	4,2	9,3
Övriga skulder	14,4	17,6
Totala skulder	100,0	100,0

Anm.: Skulderna redovisas här brutto.

Tabell 26 "AB SVENSK INDUSTRI" kapitalstruktur 1966 och 1974
Procent

	1966	1974
1. Materiellt kapital	80,2	71,8
2. Finansiellt kapital	19,8	28,2
3. Skulder	39,5	46,3
4. Eget kapital	60,5	53,7
5. Totalt kapital (=1+2=3+4)	100,0	100,0
6. Finanskvot (=2/1)	24,6	39,3
7. Soliditet (=4)	60,5	53,7
8. Korrigerad soliditet (det egna kapitalet inkluderar endast halva det obeskattade kapitalet)	43,7	36,2

Anm.: De materiella tillgångarna är här värderade till återanskaffningsvärde. Balansomslutningen är minskad med handelsskulder, dvs. handelsfordringarna redovisas netto på aktivsidan.

Vi antar att industrins svenska handelsskulder och handelsfordringar till övervägande delen finns inom industrin och betraktar endast nettot av dessa som en upplåning från andra sektorer. På motsvarande sätt betraktar vi endast nettot av svenska koncernskulder och koncernfordringar. Vidare har vi antagit att de svenska aktier som de större industriföretagen äger i huvudsak representerar producerande industribolag. Vi minskar därför tillgångssidan med värdet (vi har endast det nominella värdet tillgängligt) av svenska aktier som innehas av industriföretag med minst två hundra anställda.

Enligt dessa principer har vi upprättat koncernbalansräkningar för "AB SVENSK INDUSTRI" för åren 1966 och 1974. Vi ser att de totala skulderna har minskat med omkring en fjärdedel och en femtedel jämfört med vad som framkommer i en mer traditionell balansräkning för svensk industri för respektive 1966 och 1974.

Skuldstrukturen skiljer sig, som framgår av tabell 25, markant från den svenska industrins enligt tabell 13. Konsolideringen medför att andelen lån från den svenska organiserade kreditmarknaden 1974 ökar från ca 28 % till 36 %. Övriga skulders andel ökar med drygt 5 procentenheter och de utländska lånen (exklusive handels- och koncernkrediter) ökar ca en pro-

centenhet. Den stora förskjutningen mot den organiserade svenska kreditmarknaden som koncernbalansen innebär förklaras av att de rörelsegenererade krediternas andel genom konsolideringen sjunker från drygt 52 % till klart under 37 %.

Tabell 26 visar hur kapitalstrukturen utvecklats för den på detta sätt konsoliderade svenska industrin mellan 1966 och 1974. Vi ser att jämfört med kapitalstrukturen 1974 för den aggregerade svenska industrin enligt tabell 5 så har nivån på finanskvoten sänkts medan soliditeten höjts. Även för den konsoliderade svenska industrin finner vi att de finansiella tillgångarnas relativa betydelse ökat och att soliditeten sjunkit sedan mitten av 60-talet. De relativa förändringarna blir dock något mindre än i det reno odlat aggregerade fallet.

Appendix D

Tabell 27 Soliditetens utveckling i svensk industri 1965-80
Procent

	1965	1969	1974	1980	
				0-alt.	I-alt.
Soliditetsmått I	47,8	41,4	33,5		
Soliditetsmått II	48,0	41,7	35,8	34,7	33,3
Soliditetsmått III	66,4	55,4	49,7	48,0	46,3
Soliditetsmått IV	63,2	62,3	54,6	53,8	51,8

Anm.: Det finns många sätt att mäta soliditetens utveckling. För att visa hur olika beräkningsmetoder påverkar resultatet redovisar vi här förutom soliditetsmått III, som även finns i tabell 5, ytterligare tre soliditetsmått. Soliditet avser i samtliga mått relationen mellan eget kapital och totalt kapital. I de tre första måtten har handels-skulderna dragits från de finansiella tillgångarna. (Balansomslutningen är minskad med handelsskulderna.)

Soliditetsmått I

Det materiella kapitalet värderas till anskaffningskostnad. Hälften av det obeskattade kapitalet har räknats som latent skatteskuld.

Soliditetsmått II

Det materiella kapitalet värderas till återanskaffningsvärde och halva det obeskattade kapitalet räknas som skatteskuld. Det betyder att det egna kapitalet blir större med detta mått än med mått I. Soliditeten blir högre. Nedgången i soliditeten mellan 1965 och 1974 blir något mindre, främst beroende på att inflationstakten blivit högre, vilket höjer återanskaffningsvärdet i förhållande till anskaffningsvärdet.

Soliditetsmått III

I detta mått har hela det obeskattade kapitalet räknats som eget kapital. Det materiella kapitalet värderas till återanskaffningsvärde. Om man ser till den risk långivarna löper kan latent skulder betraktas som eget kapital. Dessa skulder blir aldrig aktuella ifall företaget råkar i finansiell kris. Sett från aktieägarnas synpunkt är dock latent skulder att betrakta som en skuld.

Soliditetsmått IV

Detta mått definieras som soliditetsmått II, men endast företagets netto-skulder beaktas. Skulderna minskar med de finansiella tillgångarna. I detta mått elimineras effekten på soliditeten av den uppblåsning av balansräkningarna som följer av företagets starkt expanderande finansförvaltning.

I den mån man kan hävda att risken som hänför sig till de finansiella tillgångarna är avsevärt mindre än risken för variation i avkastningen på den reala delen av verksamheten ger detta soliditetsmått en bättre uppfattning om en ökning i den finansiella risken. Enligt detta mått är soliditeten väsentligt högre än enligt soliditetsmått II. Även detta mått visar dock en markant nedgång i soliditeten.

Appendix E

Tabell 28 Industrins kapitalstruktur 1975–80
Miljarder kronor

	0-alternativet					
	1975	1976	1977	1978	1979	1980
1. Materiellt kapital	124,9	140,6	157,7	176,4	196,9	219,3
2. Finansiellt kapital	66,3	75,4	85,3	96,1	107,9	120,8
3. Skulder	97,5	110,9	125,4	141,0	158,0	176,4
4. Eget kapital	93,7	105,1	117,6	131,5	146,8	163,7
5. Totalt kapital	191,2	216,0	243,0	272,5	304,8	340,1

	I-alternativet					
	1975	1976	1977	1978	1979	1980
1. Materiellt kapital	126,0	143,5	163,4	185,9	211,6	240,8
2. Finansiellt kapital	66,7	76,9	88,4	101,7	116,8	134,0
3. Skulder	98,2	113,3	130,7	150,9	174,3	201,3
4. Eget kapital	94,5	107,1	121,1	136,7	154,1	173,5
5. Totalt kapital	192,7	220,4	251,8	287,6	328,4	374,8

Litteratur

- Edgren, G., Faxén, K-O och Odhner, C-E, 1970. Lönebildning och Samhällsekonomi, Stockholm.
- Eliasson, Gunnar, 1967. Industrifinansieringen 1950-70. Kartläggning och prognos, IUI:s Småtryck nr 39, 1967.
- Eliasson, Gunnar, 1967. Kreditmarknaden och industrins investeringar, IUI.
- Eliasson, Gunnar, 1976. Profit Performance in Swedish Industry, Industrikonjunkturen Hösten 1976, Sveriges Industriförbund.
- Eriksson, G., 1975. Företagens tillväxt och finansiering, Almquist och Wiksell, 1975.
- Fama, E.F. och Miller, M.H., 1972. The Theory of Finance, Holt, Rinehart and Winston Inc.
- Friend, J. och Blume, M., 1977. The Demand for Risky Assets. I Risk and Return in Finance, Ballinger Publishing Company.
- Haley, C.H. och Lawrence, O.S., 1973. The Theory of Financial Decisions, Mc Graw Hill Inc.
- IUI:s Långtidsbedömning, 1976. Utvecklingsvägar för svensk ekonomi fram till 1980 samt Bilaga 8 till denna. Stockholm 1976.
- Jakobsson, U. och Normann, G., 1974. Finanspolitikens verkningar.
- Kragh, B. Finansiella långtidsperspektiv, SOU 1967:6.
- Lerner, M.H. och Carleton, W.T., 1966. A Theory of Financial Analysis, New York 1966.
- Långtidsutredningen 1975. SOU 1975:89.
- Nordhaus, W.O., 1974. The Falling Share of Profits, Brookings Papers on Economic Activity 1.
- Swedenborg, B., 1973. Den svenska industrins investeringar utomlands, IUI.
- Södersten, J., 1977. Bolagsbeskattningsverkningar (SOU 1977:87; Bil. 2).
- Waldenström, E. m. fl., 1976. Företagsvinster, kapitalförsörjning, löntagarfonder. Rapport från en arbetsgrupp inom näringslivet.