

/ 203

INDUSTRINS FINANSIERINGS- FÖRHÅLLANDEN 1955—1962

Av Bengt-Göran Löwenthal



En studie av bla sambandet mellan investeringsverksamhet, finansieringsförhållanden och expansionstakt inom industrin visar att såväl sparandet som de externa medlen ökade betydligt snabbare i de högexpansiva företagen än i de lågexpansiva under perioden 1955—1962. I de högexpansiva företagen var nettoökningen av de externa medlen i förhållande till sparandet av väsentligt större omfattning och även relationen mellan denna ökning och investeringarna låg på en betydligt högre nivå än i de lågexpansiva företagen.

Av de undersökta företagens totala investeringar kunde under vart och ett av de åtta åren mellan 69 och 77 procent finansieras med årets sparande inom respektive företag, påpekar civilekonom BENGT-GÖRAN LÖWENTHAL, som här presenterar huvudresultatet av en undersökning om industrins investeringar och finansieringsförhållanden som han utfört inom Industriens Utredningsinstitut.

Företagens kapitalanskaffningsproblem har sedan länge varit föremål för forskning inom Industriens Utredningsinstitut. Bla undersöktes i slutet av 1950-talet finansieringsförhållandena för drygt 400 industriföretag under åren 1950 t o m 1955 (E Dahmén, Industrins finansiering under 1950-talet, *Industriproblem 1960*, Uppsala 1960). Den undersökningen visade, att företagen självfinansierat sina investeringar i mycket hög utsträckning under 1950-talets första hälft.

Under 1960-talets början anses det genomsnittliga vinstläget i industrin ha försämrats jämfört med 1950-talet, samtidigt som de totala industriinvesteringarna stagnerade under åren 1962, 1963 och 1964. Dessutom har ATP-systemets införande försämrat företagens möjligheter att finansiera investeringarna med egna pensionsfondsmedel, och kreditpolitiken har anklagats för att genom bla emissionskontroll och stop-and-go

karaktär försvåra upplåning och planering för företagen. Detta har på industrihåll skapat farhågor för att industrins investeringsverksamhet hämmas på grund av finansieringssvårigheter — både interna och externa.

Mot denna bakgrund har inom IUI ånyo företags en empirisk undersökning av ett urval industriföretag, vars resultat i dagarna publiceras (B-G Löwenthal, *Industrins finansiering 1955—62*, Almqvist & Wiksell, Uppsala 1966, 173 s, 30 kr). Avsikten har varit att söka klarlägga hur företagens självfinansiering av investeringar i *fast realkapital* (varmed i undersökningen avses byggnader, maskiner, inventarier m m — däremot inte lager, aktier o dyl) samt vissa övriga av deras finansieringsförhållanden utvecklats under senare år. Avsikten var vidare att studera samband mellan företagens finansieringsförhållanden, investeringsverksamhet och expansionstakt. Denna gång valdes som undersökningsperiod åren 1955 till 1962. Något av undersökningens allmänna resonemang samt delar av dess resultat skall återges i denna artikel.

Varför studeras finansieringsförhållanden?

Företagens kapitalanskaffningsproblem kan diskuteras ur flera olika aspekter. En första aspekt kan sägas vara kapitalanskaffningen sedd från företagets egen synpunkt, d v s frågan hur företagen kan finansiera sina investeringar. I detta sammanhang brukar hävdas att en hög självfinansiering av företagets investeringsverksamhet underlättar en bättre och säkrare planering av investeringarna än om företagen är tvingade att i hög utsträckning lita till främmande kapital. Ett annat argument för hög självfinansiering är, att små företag i allmänhet har ringa möjligheter att anlita den långfristiga kapitalmarknaden. Det är dessutom ofta svårt att få utomstående att satsa riskvilligt kapital, varför företagets expansionstakt kan hämmas.

En andra aspekt på företagets finansierings-

problematik berör frågan om kapitalets optimala allokering från samhällets synpunkt. Det påpekas då, att det från samhällsekonomisk synpunkt kan följa vissa nackdelar med hög självfinansiering inom företagen. Man säger bl a, att när företagen investerar sina interna medel i rörelsen, kanske de inte alltid underkastar investeringarna en lika hård och noggrann kontroll ur räntabilitetssynpunkt som om de varit tvungna att låna kapital. Man pekar vidare på det förhållandet att i Sverige gällande skatteregler kan leda till att det ur aktieägarnas synvinkel kan vara mer lönsamt att vinsten reinvesteras i det ursprungliga företaget än att den delas ut för att sedan av aktieägarna investeras i andra projekt, även om dessa senare projekt har högre räntabilitet än reinvesteringar i det ursprungliga företaget. En hög självfinansiering av investeringarna skulle därför under vissa förhållanden kunna tänkas medföra, att kapitalet får en mindre produktiv användning — d v s en sämre allokering — ur samhällsekonomisk synvinkel än om företagen vore tvungna att konkurrera om det på kredit- och kapitalmarknaden. Å andra sidan kan det även tänkas att en låg självfinansiering leder till en dålig allokering av kapitalet i den bemärkelsen att den försvårar eller helt stoppar genomförandet av vissa riskfyllda men på längre sikt mycket räntabla investeringar.

En tredje aspekt på finansieringsproblematiken är ekonomisk-politisk. Den berör dels myndigheternas möjligheter att föra en framgångsrik stabiliseringspolitik, dels myndigheternas möjligheter att via den ekonomiska politiken påverka kapitalets allokering och därmed framstegstakten i samhället. En hög självfinansiering inom industrin anses således begränsa Riksbankens möjligheter att genom en kreditåtstramning hålla tillbaka industriinvesteringarna i ett överhettat konjunkturläge, samtidigt som den skapar större möjligheter för företagen att överleva under dåliga konjunkturförhållanden.

I föreliggande undersökning är det främst finansieringsproblematiken sedd ur den först-

nämnda aspekten, som har behandlats, d v s frågan hur företagen finansierat sina investeringar. Kännedom härom är en viktig förutsättning även för diskussion av de övriga två aspekterna på finansieringsproblematiken.

Några begreppsdefinitioner

Det finns anledning att först peka på några undersökningstekniska och begreppsmässiga problem, som har betydelse för tolkningen av de empiriska resultaten. Om t ex både sparande och ökade externa medel har använts inom ett företag, kan man inte avgöra vilka medel som använts för att finansiera investeringarna och vilka medel som använts för andra ändamål, t ex lageruppbyggnad eller ökning av likvida medel. Man får nöja sig med att konstatera hur stor del av investeringarna som maximalt kunnat täckas av sparandet respektive ökningen av de externa medlen.

För att belysa företagets finansieringsförhållanden definierades några finansieringsmått, där ianspråktagna finansieringsmedel sattes i relation till investeringar i fast realkapital. Det var härvid främst tre typer av finansieringsmedel, som befanns vara av intresse. Företagens sparande omfattade huvudsakligen årets nettovinst, avskrivningar, avsättningar till egna fonder, halva avsättningen till investeringsfond, halva förändringen i varulagerreserven minus avsättning till utdelning av årets vinst. Ett mer vittomfattande mått på företagets självfinansieringsmöjligheter kallades interna medel och omfattade ovannämnda sparande plus främst avsättning till egna pensions- och personalstiftelser, ianspråktagande av från tidigare år ackumulerade omsättningstillgångar och utdelningen, som ju verkar i företaget, innan den delas ut. Med ökning av externa medel avsågs slutligen nyemitterade aktier, obligationer och förlagsbevis samt nettoökning av övriga skulder. Då var och en av dessa tre kapitalanskaffningsposter sattes i relation till investe-

ringarna, erhöles tre relativa finansieringsmått, *sparandefinansiering*, *internfinansiering* respektive *externfinansiering*, som var och en angav, hur stor andel av investeringarna, som kunnat finansieras av finansieringsmedlen ifråga.

Det konstaterades vidare, att om i det individuella företaget en viss typ av finansieringsmedel, t ex sparandet, varit större än investeringarna, borde den överskjutande delen borträknas vid beräkning av finansieringsmättet ifråga, ty maximalt 100 procent av investeringarna kunde ha finansierats av medlen ifråga. Detta var speciellt viktigt vid en aggregering av de individuella företagens data, ty annars skulle t ex överskott av sparande i vissa företag komma att salderas mot underskott i andra. Härigenom skulle underskottsföretagens finansieringsproblem döljas och man skulle få ett allför högt mått på hur stor del av de totala investeringarna, som kunnat finansieras med sparande i det egna företaget.

I många fall blir summan av t ex sparandefinansiering och externfinansiering högre än 100 procent. Det innebär att företaget haft flera alternativa finansieringsmedel, som var för sig kunnat finansiera investeringarna helt eller delvis. Det innebär också att företaget använt kapital även till andra placeringar än investeringar i fast realkapital, exempelvis i lager och likvida medel vilka ofta kan vara ett nödvändigt komplement till de fasta investeringarna. Att t ex sparandefinansieringen är 100 procent behöver inte betyda att företaget inte haft behov av ökade externa medel.

Endast större industriföretag ingår

För att undvika att olika företags uppgifter vid en aggregering salderades mot varandra, valdes att utgå från ett *disaggregerat* material, d v s varje företag undersöktes för sig. Undersökningsenhet var i föreliggande undersökning företaget såsom juridisk enhet. Som källmaterial användes dels företagets officiella årsredovisningar, dels primärmaterial till statistiska centralbyråns sk

vinststatistik. Från vinststatistiken erhöles en urvalsram på 759 industriföretag i aktiebolagsform, här benämnd undersökningspopulationen, med i huvudsak över 50 arbetare. Undersökningspopulationen svarade år 1961 för 50 procent av den i den officiella industristatistiken medtagna industrins samtliga anställda. Dessa 759 företag strati-
fierades på tre expansionsgrupper, två storleksgrupper och nio branscher, varefter ett slumpmäsigt urval drogs ur varje delgrupp. De uppgifter, som insamlades för de 315 företagen i urvalet, räknades därefter upp till undersökningspopulationens nivå.

Alternativa periodindelningar

Med utgångspunkt från olika antaganden, som här av utrymmesskäl måste förbigås, fann vi det troligt, att företagen uppvisar en annorlunda finansieringsbild på kort än på lång sikt. Relationen mellan tex sparande och investeringar eller mellan de externa medlens ökning och sparandet kan förväntas fluktuera betydligt mer de enskilda åren än vid längre periodindelningar. Om den förstnämnda relationen blir allt stabilare ju längre periodindelningar man gör, skulle man få en uppfattning om det av företagsledningen önskade "finansieringsmönstret" för investeringarna på längre sikt. Vidare skulle en vid allt längre periodindelningar successivt stabilare relation mellan de externa medlens ökning och sparandet kunna antyda den av företagsledningen önskade "finansiella strukturen" på lång sikt. Detta innebär, att den finansieringsbild man erhåller vid studium av det empiriska materialet påverkas av den valda periodindelningen. Hur lång tidsperiod, som skall betraktas som en avgränsad finansieringsperiod, beror delvis på vilken problemställning man avser att belysa. Eftersom det var i undersökningens intresse att studera företagens finansieringsförhållanden på såväl kort som lång sikt, valdes fyra alternativa periodindelningar — åtta ettårsperioder, fyra tvåårsperioder, två fyra-

årsperioder och en åttaårsperiod — för att se, hur finansieringsbilden påverkades av periodens längd.

Likheter med Dahméns resultat

Sett över hela den undersökta åttaårsperioden uppgick undersökningspopulationens totala sparande till 92 procent av investeringarna. Inom en del företag förelåg vissa år ett överskott av sparande i den bemärkelsen att deras sparande då var större än investeringarna. Under perioden 1955—1962 var det sålunda i genomsnitt ungefär 20 procent av företagens totalsparande som vid ettårsperiodiseringar ej hade utnyttjats för att finansiera de egna investeringarna. Sparandefinansieringen, dvs förhållandet mellan det i denna bemärkelse utnyttjade sparandet och investeringarna, var i genomsnitt under åren 1955—1962 73 procent.

Vid allt längre periodindelningar steg sparandefinansieringen successivt och blev vid en åttaårsperiodisering 82 procent. Sparandefinansieringen var tämligen konstant de olika åren — lägst 69 procent och högst 77 procent. Även internfinansieringen varierade föga mellan de olika åren. I genomsnitt av de åtta åren var den vid ettårsperiodiseringar 95 procent. Externfinansieringens genomsnittsvärde var 49 procent. Den varierade de olika åren mellan 35 och 58 procent.

Sparandefinansieringen varierade betydligt mellan de olika företagen. Vid ettårsperiodiseringar hade 62 procent av antalet företag en genomsnittlig sparandefinansiering på över 75 procent medan 14 procent av antalet företag hade högst 25 procents sparandefinansiering.

En jämförelse av undersökningens resultat med förhållandena under tidigare år enligt Dahméns material för perioden 1950—1955 försvåras av att definitionerna ej är helt identiska i de två undersökningarna. Sedan föreliggande material korrigerats så långt möjligt för definitionsskillna-

der, framträder vissa mycket likartade resultat för båda undersökningsperioderna vid en bearbetning av Dahméns material. (Påpekas bör att företagsurvalet ej var detsamma i de båda undersökningarna). För åren 1950—1955 uppgick nettoökningen av externa medel (dvs efter aydrag för amorteringar m m) till 58 procent av periodens sparande eller 63 procent av periodens investeringar. Motsvarande värden för perioden 1955—1962 är 55 respektive 60 procent efter ovannämnda korrigeringar.

Kapitalanskaffningen via aktiemarknaden svarade för en något större del av företagets nettoökning av externa medel 1955—1962 än 1950—1955 nämligen 21 resp 15 procent. Nettotillförseln genom obligations- och förlagslån hade ungefär lika stor andel av de externa medlens nettoökning under båda perioderna — 5 å 6 procent.

Sett över hela undersökningsperioderna var relationen mellan det totala sparandet och investeringarna för samtliga företag 1,08 såväl för perioden 1950—1955 som för 1955—1962, sedan den senare periodens material korrigerats så långt möjligt för definitionsskillnader. Den långsiktiga relationen mellan företagets totalsparande och investeringar får därför sägas ha kännetecknats av en mycket betydande konstans mellan de båda undersökningsperioderna.

Företagens likviditetsläge förefaller ha utvecklats betydligt gynnsammare under 1950-talets första hälft än under tiden därefter. I Dahméns undersökning uppgick periodens ökning av de likvida medlen (kassa-, bank- och postgiromedel) till 7 procent av investeringarna. Motsvarande siffra för perioden 1955—1962 är endast 1 procent.

Externa medel viktiga i högexpansiva företag

I avsikt att studera eventuella samband mellan investeringsverksamhet, finansieringsförhållanden och expansionstakt fördelades företagen på olika expansionsgrupper. Som högexpansiva definierades sådana företag, vars omsättning under under-

sökningsperioden ökat mer än branschens genomsnitt, medan lågexpansiva företags omsättning ökat mindre än branschens genomsnitt. Företag, vars omsättning ökat ungefär i takt med branschens genomsnitt, benämndes medeexpansiva.

Det empiriska materialet visade, att såväl sparandet som de externa medlen ökat betydligt snabbare i högexpansiva än i lågexpansiva företag. Nettoökningen av de externa medlen var av väsentligt större omfattning i förhållande till sparandet i de förra företagen än i de senare. Även relationen mellan nettoökning av externa medel och investeringar låg på en betydligt högre nivå i högexpansiva företag än i lågexpansiva — 0,62 respektive 0,38 — vilket också antyder de externa medlens större betydelse i högexpansiva än i lågexpansiva företag.

Trots att såväl den genomsnittliga sparandefinansieringen som internfinansieringen befanns vara mycket lika för de tre expansionsgrupperna, noterades en i vissa bemärkelser betydligt lägre sparandefinansiering i lågexpansiva företag än i högexpansiva. Sett över hela åttaårsperioden var det 17 procent av *antalet* lågexpansiva företag, som uppnådde maximalt 25 procentens sparandefinansiering. Av *antalet* högexpansiva företag var det endast 5 procent, som hade så låg sparandefinansiering.

På grund av att investeringarna i de senare företagen steg snabbare än sparandet, sjönk sparandefinansieringen något mellan undersökningsperiodens första och andra hälft. I de lågexpansiva företagen var förhållandena de motsatta.

Externfinansieringen var lägre för lågexpansiva företag än för högexpansiva. Mellan undersökningsperiodens första och andra hälft sjönk den för de förra, medan den steg för de senare företagen.

En storleksgruppering av företagen baserades på antalet anställda under huvudparten av undersökningsperioden, varvid gränsen mellan mindre och större företag drogs vid "under 200 anställda" respektive "200 anställda och fler".

Medan de båda storleksgrupperna ökade sitt sparande i ungefär samma takt, var nettoökningen av externa medel snabbare i de mindre än i de större företagen, trots att dels varken obligations- eller förlagslåneemissioner förekom i de förra, dels nyemission av aktier var av betydligt mindre omfattning.

De mindre företagen uppvisade en lägre sparandefinansiering och internfinansiering än de större företagen. I gengäld var de förras externfinansiering något högre.

Betydande branschskillnader

Trots att de olika branschernas genomsnittliga sparandefinansiering var ungefär lika hög — mellan 61 procent för grafisk industri och pappersförädling och 77 procent för bruk och övrig kombinerad industri vid ettårsperiodiseringar — förelåg betydande branschskillnader vad beträffar företagens spridning i sparandefinansieringen. En fjärdedel av alla textil-, läder- och gummivaruföretag hade högst 25 procents sparandefinansiering under åttaårsperioden medan i branschen bruk och övrig kombinerad industri samtliga företag hade högre sparandefinansiering än 25 procent. Vidare utvecklades branschernas sparandefinansiering olika i tiden. Medan sparandefinansieringen steg kraftigt mellan undersökningsperiodens första och andra hälft i kraftverken, sjönk den i skogs- och träindustrin, grafisk industri och pappersförädling samt i kemisk-teknisk industri.

Den lägsta genomsnittliga externfinansieringen hade bruk och övrig kombinerad industri — 37 procent vid ettårsperiodiseringar — medan malm-, metall- och verkstadsindustri samt kemisk-teknisk industri hade den högsta — 54 procent.

Vissa gemensamma drag

Ett utmärkande drag i företagens finansieringsförhållanden 1955—1962 var en i vissa avse-

den betydande konstans både vid jämförelser mellan olika år och olika grupper av företag, trots att såväl de olika åren som de olika företagsgrupperingarna uppvisade en mycket heterogen investeringsutveckling. Om man däremot går ned på företagsnivå, finner man betydligt större spridning i finansieringsförhållandena. En tänkbar förklaring till att de individuella företagens olikheter ej framträder i aggregerade data kan vara, att företagen ofta befinner sig i olika konjunktur- och investeringsfaser, varför deras individuella olikheter får en tendens att neutralisera varandra.

De olika finansieringsmåttens visade en betydande konstans såväl i tiden som i rummet. Av undersökningspopulationens totala investeringar kunde — som ovan påpekats — under vart och ett av de åtta åren mellan 69 och 77 procent finansieras med årets sparande inom respektive företag. Alla tre expansionsgruppernas genomsnittliga sparandefinansiering låg under åttaårsperioden mellan 72 och 74 procent. Vid en uppdelning på storleksgrupper var den genomsnittliga sparandefinansieringen 62 och 74 procent för mindre respektive större företag. De nio olika branschernas genomsnittliga sparandefinansiering låg alla mellan 61 och 77 procent. För samtliga företagsgrupper låg den genomsnittliga externfinansieringen mellan 37 och 54 procent.