

Räntabilitet och finansiering i sex svenska varv under en 20-års period

Av Gunnar Eliasson

I. Inledning

Som redan framgått av huvudtexten har de svenska varven sedan mitten av 1950-talet genomgått en serie av drastiska utvecklingsfaser, som knappast har sitt motstycke hos någon annan svensk industrigrupp. Suezkrisen 1956 genererade en högkonjunktur i branschen, som åtminstone för några av våra stora exportvarv innebar avkastningsresultat som med mycket god marginal översteg motsvarande medelvärden för verkstadsindustrin som helhet. Den successivt hårdnande japanska konkurrensen mot 1950-talets slut innebar en minst lika våldsam kontraktion av branschens vinstresultat under 1960-talets första hälft, en utveckling som förbytts i något som kan liknas vid en finansiell krissituation sedan 1960-talets mitt.

Den omständigheten att försäljningskrediter spelar en väsentlig roll som konkurrensmedel tillsammans med själva priset på varan har gjort att räntabilitets- och finansieringsproblemen för varvens del vävts samman på ett sätt, som saknar motstycke på andra marknader. Denna bilaga skall bland annat ägnas åt en analys av just denna problemkonstellation. Först studeras vad som faktiskt inträffat sedan 1950-talets mitt (1955). Därefter görs ett försök att framskriva vissa tendenser till 1970-talets mitt (1975), varvid visst enkätmaterial från den nu pågående långtidsutredningen kommer till användning.

Analysen gäller de sex största varvsföretagen, nämligen: Götaverken samt dotterföretaget Öresundsvarvet, Eriksbergs Mekaniska Verkstad, Uddevallavarvet, Kockums Mekaniska Verkstad och Lindholmens Varv. Den statistiska analys som följer gäller i princip varje enskilt varv för sig. Sekretesskäl omöjliggör dock en publicering av individuella företagsdata.

Vi börjar med en empirisk analys av finansieringssidan (avsnitt II); därefter av räntabilitetsutvecklingen (avsnitt III). Sedan följer några enkla prognoskalkyler avseende den framtida utvecklingen i dessa två avseenden (avsnitt IV). Slutligen konsolideras de så erhållna resultaten i en mer allmän diskussion av varvens problem; hela tiden med en blick in i framtiden (avsnitt V).

Finansiering och räntabilitet är naturligtvis två begrepp som hänger intimt samman. De är dock inte spegelbilder av varandra och har var för sig givit upphov till både problem och diskussioner, vilket motiverar en separat behandling. En analytisk uppgift är dock att studera hur finansieringsstrukturen påverkat räntabiliteten inom varvsföretagen och vice versa.

Som vanligt, när man utnyttjar ett statistiskt material, som sammanställts från ett flertal källor och för ändamål som inte direkt ansluter sig till denna studies syften, måste en presentation av detta slag föregås av ett antal reservationer för att – om möjligt – undvika förhastade reaktioner på de kalkylresultat som skall presenteras.

Det är främst tre reservationer jag vill göra så här inledningsvis. För det första har det faktum att sex företag studerats över en så pass lång tidsrymd som 13 år

med hjälp av huvudsakligen offentlig statistik tvingat till ett antal mindre tillfredsställande operationella definitioner. Sålunda har exempelvis alla tillgångar utöver anläggnings- och maskinkapital, lager samt kassa måst betraktas som utestående handelsfordringar i samband med försäljningen av de sex varvsföretagens produkter. Denna felkälla betyder, som vi senare skall visa på, ej så mycket för resultaten, men ett flertal approximationer av detta och liknande slag återfinns i det följande. En ytterligare finfördelning av statistiken har normalt inte varit möjlig för hela perioden 1955-67 eller också har den nödvändiga arbetsinsatsen bedömts vara för stor för att motivera en obetydlig vinning i precision. Vi kan dock på denna punkt hämta viss kompletterande information för åren 1966 och 1967 från en specialstudie, som utförts separat för varvskommitténs räkning.

Den andra reservationen gäller värderingsproblemet vid registreringen av ekonomiska storheter. Bokförda värden kan i princip mätas med fullständig precision men det är ofta inte dessa värden, som man vill använda sig av för en ekonomisk analys. Mot bakgrunden av svensk bokföringspraxis blir i de allra flesta fall bokförda värden på exempelvis anläggningstillgångar helt otillfredsställande för användning i en meningsfull räntabilitetsanalys. I detta speciella fall har jag därför försökt finna uppskattningar på återanskaffningsvärden i stället. Brandförsäkringsvärden är de enda praktiskt tillgängliga måtten och dessa representerar, som bekant, sedan 1955 nyvärdeuppskattningar av maskinutrustning och anläggningar. Även om mätprecisionen vid användning av brandförsäkringsvärden därmed avsevärt minskar, så är min uppfattning den att oprecisa brandförsäkringsvärden bättre än precisa bokförda värden återger den storhet jag velat mäta. En utförlig diskussion av dessa mätproblem följer senare.

Den tredje reservationen gäller siffrorna som sådana. I alltför många fall har exempelvis avvikelser mellan den offentliga statistiken och uppgifter i företagets årsredovisningar kunnat påvisas. Ibland beror detta på att materialet insamlats vid olika tidpunkter och delvis innehållit uppskattningar; i andra fall helt naturligt på att olika definitioner använts. Detta förklarar dock inte allt. Underlaget till den officiella statistiken har dock inlevererats under ett visst ansvar och till stora delar är denna statistik den enda detaljerade statistiska registreringen av »verkligheten», som funnits och finns att tillgå. Det finns därför all anledning att söka extrahera de slutsatser, som kan dras, ur denna »informationskälla».

II. Varvens finansiering¹

Flow-of-funds analys

Den främsta informationskällan för den följande analysen av varvens finansiering är flödestabell B:1 med specificering av finansieringskällor och fördelning på olika användningar. Principerna för denna flödesbalans sammanställning är desamma som i en av författaren tidigare avslutad studie över Sveriges industri.² Det bör observeras att tabellens innehåll inte erhållits efter en omvandling av flera års balansräkningar i flödestermer, där finansieringssida och användningssida alltid definitionsmässigt blir lika stora. Ett försök har gjorts att från ett stort antal statistikällor sammanställa mått på »cash-flows» till och från gruppen av sex varvsföretag. Följden av detta förfaringsätt har blivit att en stor post på an-

¹ Vid den omfattande statistiksammanställning som ligger till grund för detta och följande avsnitt har jag haft stor hjälp av varvskommitténs biträdande sekreterare Rune Åström.

² G. Eliasson, *Kreditmarknaden och industrins investeringar - en ekonometrisk studie av företagets kortsiktiga investeringsbeteende* (IUI), Uppsala 1967.

Tabell B: 1. *Finansieringsbalans för de sex varven 1960—68, milj. kr*

(Table B: 1. *Application and source of funds for the six yards, 1960—68. In million Swedish kronor*)

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	
1. Invest. i materiella anläggningar	77	102	121	114	122	41	81	124	127	231
2. Lagervolymförändring	— 13	40	— 42	— 32	116	18	182	—140	—185	156
3. Förändr. i kassa, bank o. postgiro	—132	—192	— 90	81	121	53	— 51	— 75	— 61	— 5
4. Förändr. i övriga finansiella tillgångar	236	202	— 54	199	458	840	255	471	451	— 5
5. Summa användning	168	152	— 65	362	817	952	467	380	332	377
6. Obligations- och förlagslån	— 4	21	26	23	— 3	264	118	105	105	72
7. Aktiemissioner (kontantbetalningar)	0	15	0	32	0	0	0	0	0	0
8. a. Övrig upplåning	— 96	86	—294	357	835	597	432	352	226	298
8. b. därav hos affärsbankerna	—	4	16	20	19	— 12	145	—139	—139	68
9. Bruttosparande	151	114	100	64	57	54	70	62	1	7
10. Statistisk residual	117	— 84	103	—114	— 72	37	—153	—139	0	0
11. Summa finansiering	168	152	— 65	362	817	952	467	380	332	377

Kommentarer:

Åren 1955—67

Post 1. Investeringar i materiella anläggningstillgångar omfattar byggnader, maskiner och inventarier. *Källa:* Investeringsenkäterna, SCB.

Post 2. Lagervolymförändringen mäter åren 1955—64 skillnaden mellan utgående och ingående lagerstockar till vid årets slut rådande återanskaffningspriser. Fr. o. m. 1965 efterfrågas i SCB:s företagsstatistik förändringen i inventerade värden enligt KL. Detta innebär alltså att lagret vid respektive årsskifte har värderats till det lägsta av anskaffnings- eller återanskaffningspriserna, varvid anskaffningspriset bestäms enligt FIFO-metoden. Volymförändringen (obs! namnet) innefattar alltså även en uppskrivning respektive nedskrivning av lagervärdet på grund av prisförändringar. Obs! att denna komponent i lagerändringen ej motsvaras av en »cash-flow». *Källa:* Vinststatistiken (fr. o. m. 1965 företagsstatistiken), SCB.

Post 3. »Kassa, bank och postgiro» har hämtats från statistiken över företagens finansiella tillgångar och skulder (konjunkturinstitutet och SCB). Denna statistik är fr. o. m. 1965 integrerad med SCB:s tidigare vinststatistik och kallas numera företagsstatistiken. Kompletterande avstämmningar har även gjorts mot företagens balansräkningar.

vändningssidan eller källsidan inte kunnat identifieras varje år. Den har genomgående förts in med positivt eller negativt förtecken längst ned på källsidan och fått beteckningen statistisk residual.

Förutom rena statistikfel av typen felskrivningar, olika redovisningsdatum för olika poster samma år (»float») osv. hänför sig denna post väsentligen till det faktum att önskade uppskattningar på »cash flows» inte genomgående kunnat erhållas utan att bokförda förändringar måst användas för att täcka in vissa poster. Detta gäller framför allt posterna »förändringen i övriga finansiella tillgångar» och »övrig upplåning». Redovisningen under övriga rubriker torde vara av helt tillfredsställande kvalitet och posterna relativt väldefinierade till sitt innehåll. Vad posterna 3, 6 och 7 beträffar är registreringen exakt. Det bör vidare observeras att cash-flow tabell B: 1 och kapitalbalanserna i tabell B: 3 ej i alla detaljer överensstämmer definitionsmässigt; i vilka avseenden framgår av tabellkommentarerna.

Jämförda med motsvarande beräkningar för verkstadsindustrin eller hela industrin¹ är residualerna i tabell B: 1 relativt sett mycket stora. Till en del beror detta naturligtvis på att residualer av olika tecken hos enskilda företag tenderar att utjämnas i högre grad ju större den företagsgrupp över vilken summeringen sker är. Man kan också misstänka att tidsförskjutningar mellan leveranser, fakturering och ordnandet av finansieringen över årsgränserna till en del förklarar teckenbytet hos residualerna under 1960-talets fyra första år (»float»). Eftersom lagervolymförändringen innehåller en komponent som beror av prisförändringar på inläggande lager men bruttosparandet ej korrigerats för sådana prisförändringar kommer även denna komponent att hamna under den statistiska residualen. Det faktum att residualerna är stora bör dock inte betraktas som ett problem i sig.

Tyvärr har »flow of funds» data inte kunnat sammanställas för år före 1960. Tabellen illustrerar därför endast kulmen på en för åtminstone fyra av de sex

¹ Se Eliasson, a.a., s. 34 och s. 234.

Post 4. Källa: SCB:s vinststatistik (numera företagsstatistiken, före 1965 provundersökningar), konjunkturinstitutet plus avstämningar mot individuella företags externa redovisning. Obs! att endast nettobelopp redovisas. Från bruttoökningen i stocken fartygsfordringar har med andra ord årets amorteringar dragits.

I posten ingår även förändringen i innehavet av s. k. »förskottsväxlar gällande fartygsnybyggen» samt förändringen i posten »kontrakterade anläggningar och material». Exakt samma förändringspost ingår också i post 8 a nedan. Det bör observeras att dessa komponenter ej motsvaras av några kassaflöden och att de därför endast blåser upp balansens omslutning. Vi har inga möjligheter att år från år bedöma vilka belopp det rör sig om. Jfr dock motsvarande kommentar till tabell B: 3.

Post 6. Källa: Svensk obligationsbok, Svenska Bankföreningen.

Post 7. Källa: Patent- och registreringsverket samt företagens årsberättelser.

Post 8 a. Källa: SCB:s vinst- och företagsstatistik samt konjunkturinstitutet. Jfr även under post 4.

Post 8 b. Källa: Bankinspektionen och varvskommitténs sekretariat. Obs! att uppgifterna även innehåller förändringen i den icke utnyttjade delen av bankernas beviljade checkräkningskredit.

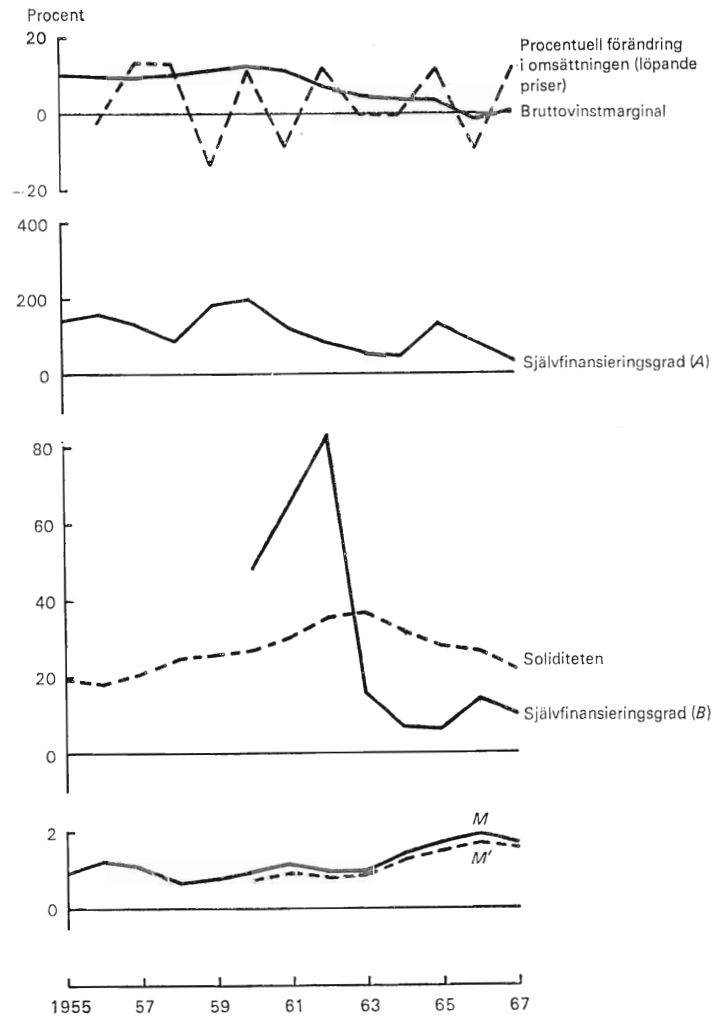
Post 9. Källa: SCB:s vinst- och företagsstatistik. Tabell B: 6 ger en uppdelning av bruttosparandet på komponenter samt en approximativ definition.

Åren 1967—68 (de två sista kolumnerna i tabellen)

Källa: Företagens årsberättelser.

Diagram B: 1. *Finansiella indikatorer för de sex varven 1955—67.*

(Diagram B: 1. *Financial indicators for the six Swedish yards, 1955—67*)



Anm.: Bruttovinstmarginalen definieras som bruttovinsten i procent av omsättningen. M är posten övriga finansiella tillgångar (T^0 i tabell B:3) i procent av omsättningen. Den nedre (streckade) kurvan M' anger den del av T^0 , som utgör rena handelsfordringar i procent av samma omsättning. Övriga mått kommenteras utförligt i texten. Soliditeten definieras som eget kapital (E) som det residualt beräknats i tabell B:3 i procent av totalt, arbetande kapital, dvs. tabell B:3s omslutning. Observera också att nämnaren i självfinansieringsgrad (B) utgör summan av alla **positiva** poster 1, 2, 3 och 4 i tabell B:1 samt att nämnaren i självfinansieringsgrad (A) ej innehåller lagervolymens förändring.

varven mycket vinstgivande högkonjunktur, en plötslig och markant försämring i marknadsläget 1961 och 1962 och en fortsatt utdragen depressionsperiod på vilken slutet fortfarande inte kan skönjas. Om vi tittar på diagram B: 1 kan vi observera den kraftiga höjningen av försäljningsnivån 1957 och 1958 när de lukrativa orderböckerna från 1956 års Suezkris började utmynna i produktion. En blick i finansieringstabellen B: 1 visar hur de stora vinsterna från denna försäljningsboom plöjdes tillbaka i företagen, till stor del i form av en kraftig höjning av investeringsverksamheten åren 1961 t. o. m. 1964 med den påföljden att produktionsvolymen – och därmed även försäljningsvärdet – trots rekyler sakta kunde lyftas under hela 1960-talet.¹ Redan från 1960-talets första år började dock den hårdnande marknadssituationen att göra sig gällande. En successiv övergång från etablerad praxis med 50 procents kontantbetalning och 5 års kredit på resterande belopp till 20 procents kontantandel och 8-åriga kreditperioder omkring år 1962 tvingade företagen att binda upp en allt större och större andel av sina likvida medel i handelskrediter. Den snabba tillväxten i stocken utestående handelskrediter under 1960-talet framgår tydligt från kapitalbalansen i tabell B: 3. Spegelbilden är en lika snabbt växande stock övriga ospecificerade lån på skuldsidan; en upplåning som mot 1960-talets mitt och därefter minskar andelen eget kapital sett i relation till balansens omslutning. En stock ospecificerade lån av den storlek det här är fråga om sett i relation till verksamhetens omfattning i övrigt och en försämrad lönsamhet (nästa avsnitt) måste alltid vara en källa till oro. Mycket liten information står att få i officiell statistik om var dessa lån upptagits och till vilka villkor (löptid, räntesatser etc.).

Delvis med syfte att pröva det statistiska materialets kvalitet och delvis för att kunna presentera data över utvecklingen under år 1968 har en alternativ beräkning av finansieringsbalansen utförts för år 1967 samt en förlängning för 1968 från externt material (de sex varvens årsberättelser).² Som synes är överensstämmelsen år 1967 mycket god på användningssidan. Däremot noteras påtagliga avvikelser i »övrig upplåning» och »bruttosparandet» i tabell B: 1. Dessa avvikelser förklarar också praktiskt taget hela den statistiska residualen år 1967, som i beräkningen från externt material på grund av den använda metoden definitionsmässigt blir noll. I SCB:s statistik har de enskilda varvens (brutto-) rörelseöverskott redovisats explicit. Bruttosparandet har sedan härletts som i tabell B: 6. Den alternativa beräkningen av bruttosparandet på externt material bygger på samma definition. En liknande härledning (baklänges) av bruttovinsten ger alltså ett inte obetydligt negativt bruttoöverskott för år 1967. Försäljningsvärdet täcker med andra ord inte löpande kostnader inklusive administrationskostnader. Statistiska uppgifter står här mot statistiska uppgifter och det har ej varit möjligt att inom denna undersöknings ram närmare isolera felkällorna.

Vi observerar till sist en oförändrad nivå utestående handelsfordringar mellan år 1967 och 1968 samt en inte obetydlig höjning av investeringsverksamheten. Denna höjning av investeringarna ligger i det närmaste helt på Eriksbergs Mekaniska Verkstad (köp av tre flygplan ingår). Det kan nämnas att denna investeringsökning hos Eriksberg motsvaras av en nästan lika kraftig höjning av den kortfristiga upplåningen.

¹ Det bör härvid ihågkommas att varvsprodukternas storlek lätt åstadkommer sammanklumpningseffekter i omsättningsutvecklingen, där det är av stor betydelse på vilken sida om årsskiftet som en eller två sjösättningar äger rum. En väsentlig del av varvens lager utgörs också av produkter i arbete och man kan vid en jämförelse av lagervolymförändringarna (tabell B: 1) och omsättningsförändringarna (diagram B: 1) urskilja en påtaglig motfasning.

² Beräkningen har utförts av civilekonom Rolf Rundfelt.

Upplåning på en internationell kreditmarknad

Man vet från spridda källor att en stor del av posten övrig upplåning i tabellerna B: 1 och B: 3 (avsnitt III) ordnats utomlands, ofta mot Eurodollarkontrakt till räntor som ligger väsentligt över det inhemska ränteläget.¹ En fördel med refinansiering på den internationella kapitalmarknaden är att låne- och köpekontrakt kan tecknas i samma valuta; ett sätt att reducera valutarisken. Ett alternativ till refinansiering, som praktiserats, är att säljaren (varvet) går i borgen *men* köparen (redaren) åtar sig att ordna finansieringen. Varvet skjuter därefter till den differens som uppstår mellan köparens ränta och överenskommen »kontrakt ränta». Ett arrangemang av detta slag kommer inte till synes på balansräkningen, däremot på vinst- och förlusträkningen, där räntedifferensen kommer att dras av som en kostnad. Det bör dock observeras att dessa räntor skattemässigt betraktas som avdragsgilla skuldräntor. De upptas också som skuldränta i den statistik vi fortsättningsvis kommer att utnyttja.

Finansieringssituationen för varven synes ha blivit i det närmaste prekär under åren 1965 och framöver. Möjligheterna att åren 1965–67 med hjälp av svenska statsgarantier låna upp betydande belopp långfristigt mot obligationer och förlagsbevis på såväl den svenska som den internationella kapitalmarknaden måste ha inneburit (se tabell B: 1) både en tillfällig lättnad och en möjlighet till konsolidering, dvs. en avveckling av vissa kortfristiga lån, något som tydligen inträffade både år 1965 och 1966.

Möjligheterna för svenska företag att i större utsträckning låna utomlands mot dollarkontrakt – den under efterkrigstiden dominerande kontrakt valutan – är i alla praktiska avseenden en 1960-talsföreteelse. Eurodollarsystemets begynnelse kan dateras till 1950-talets sista år. Det rörde sig till en början endast om kortfristiga placeringar av dollartillgodohavanden i Europa i kortfristiga lån. I och med 1964 års amerikanska ränteutjämningskatt (»Interest Equalisation Tax») med syfte att skydda den amerikanska valutapositionen stängdes i praktiken den amerikanska kapitalmarknaden för långfristiga obligationsemissioner av europeiska företag. Ett resultat blev en omfattande överflyttning av dollartillgodohavanden från New York till (huvudsakligen) London. Dessa dollartillgodohavanden kom sedan – fr. o. m. 1960-talets mitt – att bilda underlag för en utvidgning av Eurodollarsystemet till att omfatta även långfristiga lån (Eurodollarbonds).² En icke obetydlig upplåning har även skett i andra valutor än dollar. Schweizerfranc, tyska mark och pund utgör vanliga kontrakt valutor. Det bör här anmärkas att risken för växelkursförändringar under senare år starkt påverkat räntesättningen för de olika valutorna. Sålunda har ränteläget på pund länge diskonterat en för låntagaren fördelaktig devalvering med höga räntesatser. Av motsatt skäl har räntan på lån i D-mark legat relativt sett lågt.³

Att erhålla en någorlunda tillfredsställande statistisk belysning av i vilken utsträckning svenska varvsföretag utnyttjat internationella finansieringskällor är, när detta skrivs, ej möjligt.⁴ Det kan dock nämnas att av den totala upplåningen mot obligationer och förlagsbevis åren 1965–67 på 490 milj. kr enligt tabell B: 1 så utgjorde 385 milj. kr dollarlån. Tabell B: 2 anger fördelningen av totalt

¹ Flera fall på 13–14 procent från år 1969 kan rapporteras.

² Se exempelvis P. Einzig, *The Eurodollar System*, London 1964, och P. Einzig, *Foreign Dollar Loans in Europe*, London 1965.

³ Medelräntan för lån med en löptid på mellan en månad och ett år i pundvaluta låg exempelvis på drygt 16,5 procent den 18/9 1969. Motsvarande notering för lån i D-mark låg på 6,5 procent. Uppgifterna har hämtats från material som insamlats av varvskommitténs sekretariat.

⁴ Det bör också nämnas att varvskommitténs sekretariat har påbörjat en separat sammanställning av statistiskt material över varvens utländska upplåning. Tabell B: 2 bygger på preliminära beräkningar från denna studie.

Tabell B: 2. *Skuldernas sammansättning ultimo 1967, de sex varven*
 (Table B: 2. *Liabilities of the six yards, Dec. 31, 1967. Percent*)

	Procent
1. Svenska obligations- och förlagslån	3,8
2. Utländska obligationslån	7,9
3. Lån hos Svensk Exportkredit	5,7
4. Övrig svensk upplåning (på den organiserade kreditmarknaden)	7,3
5. Lån hos utländska banker	17,9
6. Räntelöpande leverantörskrediter och räntelöpande fartygsförskott	3,2
7. Oidentifierad post	33,4
8. Förskottsväxlar för pågående fartygsnybyggen samt kontrakterade anläggningar och material ^a	20,8
Summa ^b	100,0

a) Se kommentar till posterna 5 och 10 i tabell B: 3.

b) 100 procent motsvaras av summa obligations- och förlagslån samt övriga lån i tabell B: 3, uppgående till 4 865 milj. kr.

Källa: En separat utredning av varvskommitténs sekretariat.

utestående lån ultimo 1967. Utländska obligationslån utgjorde här nästan 8 procent och lån hos utländska banker nästan 18 procent eller 880 milj. kr; tillsammans en betydande post. Till detta kommer leverantörsskulder och fartygsförskott, varav särskilt den sistnämnda posten representerar handelskrediter, som till stor del upptagits utomlands. Endast den räntelöpande handelsskuldssättningen har registrerats under post 6 i tabell B: 2 och det kan misstänkas att betydande belopp sannolikt hamnat under den oidentifierade posten.

Vad gäller de långfristiga dollarlånen så krävs för deras placering antingen en bankgaranti eller en statsgaranti. För erhållande av bankgaranti krävs i sin tur (av banken) fartygsinteckningar av 1:a prioritet. Samtidigt betingar sig banken en provision på $\frac{3}{4}$ –1 procent. De statsgarantier som beviljats har å andra sidan dels varit provisionsfria, dels givits mot fartygsinteckningar av 2:a prioritet. Bank- och statsgarantier har i princip varit likvärdiga vid upplåning mot dollar-kontrakt och de varv som utnyttjat sig härav har i regel erhållit ungefär samma räntevillkor. Detta innebär alltså att statsgarantierna väsentligen ökat de sex varvens kreditkapacitet på Eurodollarmarknaden samtidigt som de erhållit en indirekt räntesubvention genom att bland annat provisionen bortfallit och alternativa, dyrbarare finansieringsformer ej behövt tillgripas.

Den andel av varvens refinansiering, som äger rum utomlands torde ha ett betydande valutapolitiskt intresse. Som framgått av det statistiska material som presenterats rör det sig om betydande belopp. För det första gäller att de svenska varven på grund av valutareglerna i princip ej har rätt att placera sin tillfälliga överskottslikviditet utomlands, t. ex. på Eurodollarmarknaden till de höga räntesatser som etablerats där under de senaste åren. Å andra sidan har »svårigheterna» att refinansiera fartygskreditgivningen inom Sverige gjort att de på refinansieringssidan tvingats att i betydande utsträckning bära samma höga räntor som skuldräntor. En sådan för de svenska varven ofördelaktig position kommer direkt att återspeglas i varvens *räntabilitetsutveckling*.¹

¹ Till detta kommer ytterligare den faktorn att vissa utländska konkurrensvarv kunnat refinansiera sina fartygsfordringar i hemlandet till låga, subventionerade

Det bör därför föreligga en benägenhet hos de svenska varven att så långt möjligt utjämna denna ofördelaktiga räntekonstellation bland annat genom att ej omedelbart och fullt ut ta hem sina likvider till Sverige och, om så sker, där försöka placera dem så fördelaktigt som möjligt. En förändring i denna riktning är i princip antingen en form av kapitalexport och kommer omedelbart (allt annat lika) att verka minskande på förskjutningsposten i betalningsbalansen eller motverkar, om likviderna tas hem och placeras utanför den organiserade kreditmarknaden, de faktorer som där verkar för ett upprätthållande av en räntedifferens gentemot den internationella kreditmarknaden. Tillgängligt statistiskt material ger dock ingen möjlighet att bedöma dessa faktorerers potentiella betydelse.

En ökad möjlighet till refinansiering på den svenska kapitalmarknaden, till de relativt sett låga räntor, som där råder på långfristiga lån, skulle minska räntedifferensen mellan utlånings- och upplåningssidan *men* en överflyttning av refinansieringen från utländsk upplåning till den inhemska kreditmarknaden skulle få precis samma konsekvenser för förskjutningsposten i betalningsbalansen (nämligen en minskning) som en överföring av likvida medel från Sverige till utlandet. Skillnaden är bara den att det rör sig om potentiellt mycket större belopp vid en överflyttning av refinansieringen till Sverige, eftersom motposterna på tillgångssidan väsentligen utgörs av bundna fartygsfordringar, vars hemtagning i form av amorteringar först med en lång fördröjning bidrar positivt till Sveriges valutaposition.

Självfinansieringsgraden

I diagram B: 1 har bruttosparandets storlek i relation till (procent) bruttoinvesteringarna (*A*) och totala kapitalanvändningen (*B*) inritats. Självfinansieringsgraden definieras som *A* har ofta varit ett populärt mått att illustrera företagens finansieringssituation med och vi kan knappast underlåta att redovisa detta mått för varven. Tanken har ofta varit den att det legat något positivt i en hög självfinansieringsgrad. Nu är det dock viktigt att komma ihåg att självfinansieringsgraden är en kvot, vars nämnare och täljare på kort sikt, dvs. från år till år, ofta bestäms av olika faktorer men att de på lång sikt mycket intimt hänger samman. Om en höjning av investeringsnivån lånefinansieras kommer vinstmedlen från den ökade produktionen så småningom att användas till att amortera lånen, varför självfinansieringsgraden över långa perioder på 5–10 år rent definitionsmässigt bör bli hög.¹ Ett företag med goda framtida vinstmöjligheter som önskar expandera fortare än som kanske är möjligt enbart genom tillbakaplöjning av dagens vinster kommer dock, om lånefinansiering tillgrips över en längre period för att höja expansionstakten, att därmed *sänka* sin självfinansieringsgrad. Ett företag i motsatt situation, som önskar eller tvingas krympa sin rörelse och därför drar ned sin investeringsverksamhet, kan däremot komma att höja sin självfinansieringsgrad även om lönsamheten inte är särskilt lysande. Det är alltså inte utan vidare klart att en »hög» självfinansieringsgrad skall stämma till optimistiska bedömningar. Det är däremot helt klart att självfinansieringsgraden enbart inte kan tjäna som underlag för en meningsfull analys. Varvens utveckling sedan 1955 illustrerar detta. De höga vinsterna, illustrerade i samma diagram av bruttovinstmarginalens utveckling, mot 1950-talets slut

¹ Jfr på denna punkt de beräkningar som presenterats i B.-G. Löwenthal, *Industrins finansiering 1955–62* (IUI), Uppsala 1966.

räntor. Det bör dock påpekas att höjningen av det inhemska ränteläget under år 1969 och en samtidig sänkning av eurodollarräntorna mot slutet av året till en del utjämnat den räntedifferens som diskuterats ovan.

höjer självfinansieringsgraden kraftigt. En lika kraftig sänkning inträffar åren 1960–62 på grund av den då höga investeringsverksamheten. En fortsatt hög investeringsverksamhet och krympande vinstmarginaler drar sedan successivt ned självfinansieringsgraden. Den tillfälliga höjningen 1965 beror på en sänkning av investeringsnivån detta år. Självfinansieringskvoten (*B*), som egentligen är det bästa måttet, eftersom det relaterar bruttosparandet till *total kapitalanvändning*, visar ett något avvikande förlopp, som främst förklaras av de förändrade proportionerna mellan investeringar i anläggnings- och omsättningskapital. En minskning av omsättningskapitalet år 1962 förklarar höjningen samma år. Sänkningen samt den fortsatta låga nivån efter år 1962 bestäms helt av den väldiga ansvällningen av utestående fartygsfordringar (post 4, tabell B: 1).

Varvens *soliditet* utgör ett mer meningsfullt självfinansieringsmått, som vid en försiktig tolkning kan tas som ett uttryck för den finansiella risknivån företagen arbetar på. Ett mått på soliditeten kan erhållas genom att dividera eget kapital i rörelsen (residualberäknat) med totalt arbetande kapital i tabell B: 3 i nästa avsnitt. Även detta mått har uppritats i diagram B: 1 och vi konstaterar den successiva sänkningen av andelen eget kapital i rörelsen under 1960-talet; ett resultat som väsentligen beror av fartygsfordringarnas snabba tillväxt under samma period. Det är otvivelaktigt så att självfinansieringsgraden mätt på detta sätt är av stor betydelse för ett företags möjligheter att lånefinansiera sin verksamhet och för de kreditvillkor man kan förhandla sig till. Vi konstaterar dock att varvens soliditet under 1960-talet aldrig sänkts till den nivå som registrerats under 1950-talets mitt. En väsentlig faktor att ta hänsyn till i detta sammanhang är dock räntabilitetsutvecklingen som under 1950- och 1960-talen varit helt olika (se nästa avsnitt).

Om företagens eller företagens likviditetsrisknivå utgör analysens huvudproblem är dock inte heller det traditionella soliditetsmättet ovan en särskilt lämplig utgångspunkt. Vad man då närmast strävar efter är ett mått som beskriver förhållandet mellan för en viss period bundna betalningsåtaganden («commitments») och de likvida medel som redan finns tillgängliga för samt de medel som förväntas bli genererade ur verksamheten under samma period; Donaldsons »Earnings coverage criterion» bygger på en sådan relation.¹ Tyvärr tillåter ej vårt statistiska material en beräkning av sådana mått. Den fortsatta analysen skall dock – om än inte direkt i numeriskt preciserade termer – ge ett relativt klart indirekt besked om den likviditetssituation de sex varven arbetat under.

Kreditperioderna på fordringsidan

Tidigare påpekades det självklara i att självfinansieringsgraden tenderade att sjunka om ett företag genom upplåning höjde sin expansionstakt utöver vad som kunde finansieras med enbart interna medel. Med expansionstakt menade vi här närmast produktionens och produktionskapitalets tillväxt. Den normala bilden för industriföretagen under efterkrigstiden har härvid varit att proportionerna mellan produktionskapital och produktionsnivå samt omsättningskapital och omsättningsnivå samtidigt förhållit sig någorlunda konstanta över tiden.² För varvens del är mekanismen bakom processen helt väsensskild. Expansionen har huvudsakligen ägt rum i omsättningskapitalet, medan produktion och omsättning vuxit i en takt som legat betydligt under medelvärdet för industrin som helhet.

Denna »normala» expansion av omsättningskapitalet i förhållande till försälj-

¹ G. Donaldson, *Corporate Debt Capacity* (Division of Research, Harvard Business School), Boston 1961, s. 151 ff.

² Se G. Eliasson, *Industrifinansieringen perioden 1950–1970 – kartläggning och prognos*, (IUI) Stockholm 1967, s. 243 ff.

ningen har drivits fram av en hårdnande konkurrens på fartygsmarknaden som bland annat inneburit att kredittiderna på fartygsfordringar successivt förlängts med den påföljden att kvoten mellan givna handelskrediter och försäljningsvärde (omsättning) stadigt ökat. Diagram B: 1 illustrerar även detta för 1960-talet. Grovt skulle man kunna säga att medelkredittiden på utestående fartygsfordringar höjts från 0,8 till 1,6 år mellan 1960 och 1967.¹ Det är ganska lätt att inse att den höjning av den typiska kredittiden i fartygskontrakt från 5 till 8 år och den sänkning av kontantandelen från 50 till 20 procent som anses ha inträffat mellan 1950- och 1960-talen inneburit en drastisk höjning av omsättningskapitalet. Det faktum att medelkredittiden, som den beräknats i diagram B: 1, inte tydligare återspeglar detta måste bland annat tillskrivas den omständigheten att kreditkontrakt, som i detta avseende är mer fördelaktiga för varven än ovan nämnda tyfall, fortfarande tillämpas, samt att fartygskrediterna, som redan tidigare nämnts, kan organiseras på sådant sätt att varven inte själva står för krediterna. En ytterligare, möjlig, förklaring, som kan stödas av några spridda observationsfall är att amorteringstakten på fartygsfordringarna de facto blivit högre än vad som föreskrivits i kontrakten.

III. Räntabilitetsberäkningar

Allmänt

Att mäta räntabiliteten hos ett företag eller en grupp av företag är en fråga som länge har varit föremål för både långa och ej alltid klargörande diskussioner. För varven liksom i alla andra sammanhang gäller problemet vilken fråga man vill ha svar på. Vi skall här presentera flera olika mått och avrunda resultaten med en analytisk diskussion, som i möjligaste mån drar konsekvenserna för framtiden för den grupp varv vi studerat.

Det stora kruxet vid alla räntabilitetsmätningar gäller å ena sidan skatternas behandling och å den andra behandlingen av kapitalvinster (respektive -förluster) eller – om man så vill – kapitalvinsternas spegelbild, nämligen värderingen av det i företaget(en) arbetande kapitalet och då i främsta rummet maskin- och anläggningskapitalet. Jag kommer *genomgående att studera avkastningen före skatt*. Vad värderingsproblemet beträffar kommer jag att nöja mig med en mycket grov behandling av kapitalvinsters (respektive -förlusters) inverkan på avkastningen respektive avkastningsanspråken.

En lönsamhetsbedömning av ett företag eller en grupp av företag kan ske från flera olika utgångspunkter. Man kan vara intresserad av att belysa en företagsgrupps resultat sett i relation till en annan grupp företags. Man kan vilja studera lönsamhetens utveckling över tiden oberoende av dess absoluta nivå, eller dess relativa nivå jämfört med någon annan industrigrupp. Man kan också vara speciellt intresserad av en noggrann beräkning av lönsamhetens *nivå* med syfte att relatera denna till exempelvis företagens kapitalkostnader eller ränteläget på kreditmarknaden.

Ett fjärde problem slutligen kan vara en bedömning av företagets fortsatta existensmöjligheter och hurvida en nedläggning är att föredra i lönsamhets hänseende framför fortsatt drift. I det sistnämnda fallet skulle värderingen av företaget bland annat innehålla en bestämning av företagets s. k. slaktvärde. De lönsamhetsmått man bör räkna fram och de värderingsmetoder man bör använda blir i allra högsta grad beroende av vilket speciellt problem man i första hand vill belysa.

¹ Denna tolkning är dock inte helt korrekt. Se G. Eliasson, *Kreditmarknaden och industrins investeringar* (IUI), Uppsala 1967, s. 210 ff.

Utgångspunkten för den fortsatta analysen är en bedömning av räntabilitetsutvecklingen hos de sex varvsföretagen *förutsatt att driften i framtiden upprätthålls med normalt kapacitetsutnyttjande*. Därmed faller slaktvärderingsproblematiken bort.

Räntabilitetens nivå, nivåns utveckling över tiden och varvsföretagens räntabilitetsnivå relativt en referensgrupp (i detta fall verkstadsindustrin i övrigt) är alla tre viktiga frågor, som måste belysas för att en tillfredsställande grad av förståelse för varvens problem i dag skall kunna uppnås. Nivåbestämningen kommer här att ges en speciell innebörd. Vi är ute efter att studera hur varvens beslut om framtiden påverkat deras lönsamhetsutveckling. Detta innebär alltså att mindre lönsamma investeringsbeslut skall dra ned räntabiliteten och vice versa.¹ Problemet består i att definiera ett relevant referensmått, dvs. vad som skall menas med lönsam investering. Ett klassiskt förslag skulle härvid vara att relatera lönsamheten i det studerade företaget till den rådande kreditmarknadsräntan; underförstått att denna ränta anger avkastningen på det sista («marginella») investeringsprojektet i ekonomin för stunden. Detta är nog en bra metod förutsatt att kreditmarknaderna fungerar på det sätt metoden kräver.

Ett bättre sätt, när kreditförmedlingen ej följer de marknadslagar, som denna kalkyl kräver, är att välja en intressant referensgrupp och ställa varvens resultatutveckling i relation till denna grupp. En lämplig referensgrupp skulle då kunna vara verkstadsindustrin eller Sveriges industri som helhet. *Utgångspunkten skulle därvid vara att ge kapitalet i den studerade företagsgruppen (de sex varven) det värde det skulle ha haft för varven om deras lönsamhet vore densamma som i referensgruppen*. Detta betyder alltså att *nivåbestämningen av varvens räntabilitet samtidigt innebär en jämförelse med en referensgrupp av andra företag* och att ett studium av utvecklingen över tiden genomgående gäller relationen till denna referensgrupp. Med denna ansats kommer – som vi senare skall se – den metod (en residualberäkning) vi använder för att uppskatta värdet på de sex varvens *egna kapital* att innebära att detta åsätts det värde det skulle ha haft för de sex varvsföretagen för det fall deras lönsamhet hela tiden legat på den nivå som gällt för referensgruppen.

Detta är det kapitalvärdemått för de sex varven, som vi egentligen velat ha för den fortsatta analysen. Eftersom i denna studie ej kunnat inrymmas några mer omfattande kapitalberäkningar har vi dock fått nöja oss med den statistik som redan finns färdig i någorlunda tillgängligt skick. Det mått på totalt arbetande kapital, som närmast ansluter sig till de värderingsprinciper som uppställts ovan, är någon form av *återanskaffningsvärde*. Vad anläggnings- och produktionsutrustning beträffar blir därmed brandförsäkringsvärdet det mått vi kommer att välja (se nedan). Denna värderingsgrund uppfyller åtminstone approximativt kravet på att vara oberoende av den studerade gruppens egna avkastningsresultat, vilket är den viktigaste egenskapen. Detta gäller såväl dagens lönsamhet som förväntade framtida vinster. Samma värderingsgrund lämnar å andra sidan re-

¹ Detta kan synas vara ett trivialt krav *men* vissa förekommande »räntabilitetsmått» där arbetande kapital värderas utifrån dagens lönsamhetssituation och den förväntade framtida lönsamheten har inte alltid denna egenskap. Ett extremt exempel skulle vara en marknadsvärdering av totalt arbetande kapital, där marknadsvärderingen bygger på förutsättningen att dagens vinstläge skall bestå för överskådlig framtid. Om detta kapitalmått relateras till dagens vinst år från år får man ett räntabilitetsmått som också är konstant från år till år. Vad man gjort är i själva verket att transformera om alla förändringar i vinstläget till uppskrivningar eller nedskrivningar av kapitalet, dvs. till kapitalvinster eller kapitalförluster, och man står inför problemet att förklara det intressanta med detta terminologiska grepp. Definitioner av detta slag är ganska vanliga i s. k. neoklassisk kapitalteori och förekommer även fördolda i empiriska studier.

ferensgruppen helt obestämd, något som vi får stå ut med för den här gången.

Vi kommer i den empiriska analysen att betrakta begreppet återanskaffningsvärde från åtminstone två olika utgångspunkter. I den första tolkningen betraktas återanskaffningsvärdet som kostnaden för att återuppbygga eller nyuppföra en produktionsapparat, som vad tekniska och kommersiella egenskaper beträffar, är densamma som den nu existerande.¹ Det kan naturligtvis invändas att en dylik värderingsgrund inte är särskilt meningsfull, därför att få företag i en värld med efterkrigstidens snabba tekniska utveckling skulle komma på den idén att nyinvestera i en gammal teknik. Begreppet hänger med andra ord i luften. Som det skall visa sig i den följande diskussionen kommer dock invändningar av liknande slag att kunna resas vilket mått vi än väljer. Detta är i själva verket ett gammalt kapitalteoretiskt dilemma, som vi inte avser att få ordning på i denna studie. Brandförsäkrade värden på produktionstillgångar är ett mått som till en del uppfyller detta krav även om brandförsäkringarna fr. o. m. 1955 bygger på nyvärdeprincipen. Det andra begreppet gäller en värdering av existerande kapitalutrustning i bästa alternativa användning eller vid försäljning. Vi skall försöka erhålla ett mått av denna innebörd via en korrigering av registrerade brandförsäkringsvärden. Det bör dock observeras att denna värdering är snarlik en slaktvärdering av företaget inför ett förestående upphörande av verksamheten. En sådan värderingsgrund som underlag för räntabilitetsberäkningar har vi redan avisat som mindre meningsfull i detta sammanhang. Om exempelvis marknaderna för investeringsvaror varje ögonblick perfekt återspeglade företagens förväntningar om framtida vinster skulle naturligtvis marknadsvärde, återanskaffningsvärde och alternativvärde tendera att sammanfalla. Nu är så inte alls fallet. Det är alltså fullt möjligt att de företag vi studerar vid en plötslig förstörelse av existerande kapitalutrustning ej skulle ersätta densamma ens till en kostnad, som avsevärt understiger för tillfället rådande återanskaffningskostnader. Denna möjlighet ligger helt i linje med vår värderingsmetod.

Värderingen av produktionsutrustningen

Tabell B: 3 uppfyller tyvärr endast till en del våra värderingskrav. Vi börjar med *maskin- och anläggningsskapitalet*. Brandförsäkringsvärden korrekterade för oförsäkrade tillgångar finns relativt lätt tillgängliga från den officiella statistiken (investeringenkäterna). För hela den studerade perioden har härvid åtminstone till ordalydelsen nyvärdeförsäkring tillämpats. Det kan förmodas att dessa uppgifter relativt väl återger återanskaffningsvärdet på nyanskaffade tillgångar medan de däremot överskattar återanskaffningsvärdet på äldre tillgångar, dels av den anledningen att nyvärdet i princip även inkluderar ackumulerad ekonomisk avskrivning, dels – vilket redan antytts – därför att den tekniska utvecklingen skapar svårigheter att definiera vad som skall menas med såväl återanskaffningsvärde som nyvärde på existerande produktionskapital. Det finns dock tecken, som trots allt tyder på att brandförsäkringarnas nyvärden relativt väl återger utvecklingen av kapitalets »realvärde» över tiden men att nivån blivit överskattad,² och vi kommer nedan att ange skäl som talar för att det trots allt är okorrigerade försäkringsvärden, som bör representera vårt produktionskapital. En korrigering av brandförsäkringsvärdenas *nivå* skall dock dessutom utföras; denna gång med syfte att erhålla ett värde på företagens produktionsutrustning vid en eventuell försäljning och/eller i bästa alternativa användning. För detta ändamål har brandförsäkringsvärdena ingångsåret 1955 skrivits ned enligt ett schablonför-

¹ Återanskaffningsvärdet definieras alltså exklusive ackumulerade avskrivningar och skall alltså tolkas som ett »dagsvärde». Definitionspraxis varierar på denna punkt.

² Se E. Lundberg–J. Järv, *Produktivitet och räntabilitet*, Stockholm 1961, s. 267.

Tabell B: 3. *Kapitalbalans för de sex varven 1955—67, milj. kr.*

(Table B: 3. *Assets and liabilities of the six yards, 1955—67. In million Swedish kronor*)

	1955	1956	1957	1958
<i>TILLGÅNGAR</i>				
1. Byggnader, anlägg., maskiner etc. (brandförsäkringsvärderade)	518	657	837	817
2. Lager (bokvärderat)	645	1 155	1 331	1 145
3. Kassa, bank och postgiro	328	266	279	593
4. Totalt kapital i produktionsrörelsen (= <i>K^R</i>)	1 491	2 078	2 447	2 555
5. Övriga finansiella tillgångar (= <i>T^Ö</i>)	854	1 176	1 294	1 164
6. därav givna handelskrediter (procent)	—	—	—	—
7. därav spärrkonton i riksbanken (procent)	—	—	—	—
8. Summa arbetande kapital (= <i>A^T</i>)	2 345	3 255	3 741	3 718
<i>SKULDER</i>				
9. Obligations- och förlagslån } (= <i>S</i>)	31	27	24	21
10. Övriga lån } (= <i>S</i>)	1 736	2 469	2 731	2 491
11. Pensionsfonder	88	119	173	214
12. Investeringsfonder	21	30	39	82
13. Internt kapital (residual)	469	610	774	910
14. Eget kapital (= <i>E</i> = (11) + (12) + (13))	578	759	986	1 206
15. Summa arbetande kapital (= <i>A^T</i>)	2 345	3 255	3 741	3 718
16. Eget kapital (kumulerat)	578	619	677	757

Kommentarer:

Post 1. Källa: SCB:s investeringsenkäter.

Posterna 2, 3, 5—7, 10—12, Källa: SCB:s vinst- och företagsstatistik samt (åren 1961—64) provundersökningar över företagens tillgångar och skulder. Företagens årsberättelser.

Beträffande posterna 5 och 10 bör anmärkas att där ingår ej obetydliga komponenter på vilka ingen ränta löper, bland annat s. k. förskottsväxlar gällande pågående fartygsnybyggen samt »kontrakterade anläggningar och material». Bägge dessa poster tas upp på såväl tillgångs- som skuldsidan i företagens balansräkning och detta gäller även för kapitalbalansen i tabell B: 3. Omslutningen »blåses» därför upp utan att därför några egentliga finansiella transaktioner är involverade. Förskottsväxlarna innebär ingen fordran på beställaren förrän leverans skett och ett liknande förhållande gäller för »kontrakterade anläggningar och material». Det hade varit önskvärt att kunna rensa bort dessa poster ur tabell B: 3. Så har dock ej varit möjligt för hela den historiska perioden. Att det rör sig om avsevärda belopp framgår av att för fem av de sex varven (de största) ultimo 1965 och 1967 var innehavet av dessa förskottsväxlar 536 respektive 426 milj. kr och posten kontrakterade anläggningar och material 382 respektive 577 milj. kr.

Post 9. Svensk obligationsbok, Svenska Bankföreningen.

Post 16. Nettosparandet i tabell B: 6 har kumulerats på ingående eget kapital år 1955.

Anm.: Uppgifterna inom parentes avser en alternativ beräkning av *K^R* (post 4) varvid maskiner värderats till hälften och byggnader till en tredjedel av rapporterade brandförsäkringsvärden. Till den så erhållna summan har sedan lagts markinnehavet, taxeringsvärderat, bokfört lagervärde plus en skattning av lagerreservens storlek från SCB:s företagsstatistik samt posten kassa, bank och postgiro (bokvärdet). Denna nya beräkning av *K^R* ger sedan en ny residualskattning av det egna kapitalet.

1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967
972	916	1 034	1 202	1 593	1 760	1 745	1 845	1 832
978	735	753	563	683	820	703	1 125	978
467	331	365	249	231	289	386	339	280
2 417	1 982	2 152	2 014	2 507	2 869	2 834	3 309	3 090
					(2 492)	(2 532)	(2 888)	(2 703)
1 139	1 375	1 578	1 524	1 722	2 180	3 020	3 275	3 745
—	86,9	81,0	87,4	91,5	89,5	92,4	89,4	92,8
—	7,6	9,2	8,6	4,4	3,3	2,4	2,2	1,6
3 556	3 357	3 730	3 538	4 229	5 049	5 854	6 584	6 835
17	14	35	61	84	82	345	462	567
2 284	2 026	2 115	1 788	2 112	2 860	3 494	3 962	4 298
220	245	254	267	262	263	259	257	248
116	175	185	213	208	217	216	207	201
919	897	1 141	1 209	1 563	1 627	1 540	1 696	1 521
1 255	1 317	1 580	1 689	2 033	2 107	2 015	2 160	1 970
					(1 730)	(1 713)	(1 739)	(1 583)
3 556	3 357	3 730	3 538	4 229	5 049	5 854	6 584	6 835
842	947	1 009	1 049	1 033	1 002	969	947	917

farande; anläggningsskapitalet till en tredjedel och maskinkapitalet till 50 procent. Ingångsårets korrigerade nivå har sedan framskrivits med hjälp av en indexserie för de ursprungliga försäkringsvärdenas utveckling fram t. o. m. 1967. Korrigeringarna bygger på erfarenheter från den tidigare nämnda mycket ingående räntabilitetsanalys av åren 1966 och 1967, som utförts på annat håll för varvskommitténs räkning. Korrigeringen är dock fortfarande relativt godtycklig. Det bör härvid för det första påpekas att korrigeringen spelar en relativt obetydlig roll för bestämningen av nivån av de sex varvens totalt arbetande kapital, eftersom rörelsekapitalet dominerar relativt sett (se tabell B: 3). Däremot påverkas självfallet storleken av det residualt framräknade egna kapitalet, vilket också det är litet relativt det totalt arbetande kapitalet. För det andra bör poängteras att om vi utgår från på detta sätt korrigerade kapitalvärden kommer varvsindustrin att bli en extremt arbetsintensiv industrigren jämfört med beräkningar, som utförts på i princip samma material på annat håll.¹ Detta skulle alltså tyda på att den refererade studien överskattar kapitalets värde eller att vi – efter korrigeringen – underskattar detsamma.

Ätminstone två skäl talar mot en alltför ensidig koncentration på maskin- och anläggningsskapitalet. Det första och mest direkta argumentet är att dessa mått ej innefattar värdet av exempelvis markinnehav, som för varvens del till stor del utgörs av mark inom stadsbebyggda områden med ett ofta mycket högt alternativvärde.

¹ På grundval av våra korrigerade värden blir kvoten mellan anläggnings- och maskinkapital samt lager och förädlingsvärdet (kapitalkoefficienten) 0,97 år 1955 jämfört med en kvot på 1,8 år 1954 enligt Lundberg-Järv a.a., s. 277. Varvsindustrin är enligt deras beräkningar den minst kapitalintensiva av de av verkstadsindustrins branscher, som särredovisats.

Den andra invändningen är mer indirekt och gäller den alternativa sysselsättningen av resurser som arbetskraft etc. i näringar som ger ett högre värderat produktionsutbyte, än där de för närvarande sysselsätts. Med detta i åtanke får en invändning av den typen att räntabilitetsmått som grundar sig på »övervärderade» försäkringsvärden ger en orättvis bild av företag som arbetar med äldre och formellt »nedskrivet kapital» en något ihålig klang. Även om rörelsen endast ger ett obetydligt bidrag utöver rörliga kostnader och kapitalet därför endast har ett mycket lågt värde för företaget, så binds fortfarande resurser (arbetskraft, mark etc.) till detta kapital, som *kanske* skulle kunna sysselsättas mer produktivt på annat håll. För det enskilda företaget kan rörelsen gå ihop eller rentav vara räntabel *men* inte för samhället som helhet, och den sistnämnda aspekten är av speciellt intresse för denna studie.

Alla dessa överväganden talar enligt författarens bedömning för att de korrigerade kapitalvärdena ej mäter den storhet vi behöver för den analys av varvens räntabilitet, som skall följa. Det har varit praktiskt omöjligt att här utarbeta några mer preciserade korrigeringsmetoder för att ta hänsyn till ovan nämnda överväganden. I vad som följer skall vi därför arbeta med korrigerade och okorrigerade brandförsäkringsvärden parallellt, även om de okorrigerade kapitalvärdena är de, som vi på detta stadium är benägna att fastna för. Den ovan förda diskussionen ger också en klar fingervisning om det meningslösa i att mäta kapital innan man exakt gjort klart för sig vad måtten skall användas till och därmed indirekt vad man egentligen vill mäta.

Slutligen skall nämnas att en jämförelse mellan det residualt beräknade egna kapitalet i tabell B: 3 och en beräkning av värdet på eget kapital för åren 1966 och 1967 i den för varvsutredningen utförda specialundersökningen ger en relativt god överensstämmelse. I denna specialstudie har man utgått från bokfört värde på eget kapital och sedan successivt bakvägen utvärderat storleken av dolda reserver.¹ Detta resultat talar alltså återigen för användningen av okorrigerade brandförsäkringsvärden i vår empiriska analys.

Värderingen av omsättningskapitalet

För att erhålla en någorlunda enhetlig tidserie för hela den studerade perioden har vi i tabell B: 3 tvingats använda oss av *bokförda lagervärden*. Dessa motsvarar alltså ej uppställda krav på återanskaffningskostnadsvärdering därför att den dolda lagerreserven ej inräknats i lagervärdet. *Kassan* vållar inga problem, däremot innehavet av övriga finansiella tillgångar även om vi bortser från värdepappersinnehavet. Posten »*övriga finansiella tillgångar*» är bokvärderad. Den helt dominerande posten är här givna handelskrediter – den enda, som vi har anledning att diskutera. För det första kan dessa handelskrediter vara nedskrivna till värden som underskrider de nominella – något som vi dock på grundval av kommunalskattelagens restriktiva skattebestämmelser ej har anledning att mistänka förekommer i någon större omfattning. Detta vållar ej heller något principiellt problem såvida ned- eller bortskrivningen av handelsfordringar sker omedelbart vid kontraktsskrivningen och att successiva omvärderingar av riskinnehållet i samma fordringar under senare år inte ger upphov till ytterligare upp- eller nedskrivningar. Om en ursprungligen nedskrivna fordran så småningom helt återbetalas bör alltså – enligt våra definitioner – en kapitalvinst uppstå. Vi har inga möjligheter att numeriskt bedöma storleken av denna »felkälla».

¹ Det bör nämnas att i nämnda specialstudie ett av de sex varven saknas. Det bör också nämnas att den goda överensstämmelsen åren 1966 och 1967 till en del beror på att en högre värdering av maskin- och anläggningskapital (okorrigerade brandförsäkringsvärden) i stort uppvägs av att vi bortsett från markinnehavet samt lagerreserven (se nedan).

Observera att detta problem är unikt för varven, där kreditperioderna normalt för närvarande kan bli ända upp till åtta år.

För att posten givna handelskrediter skall bli »återanskaffningsvärderad» borde egentligen – som är fallet vid värderingen av produktionskapitalet – en justering för penningvärdeförändringen ha skett. Detta fel bedöms dock vara av mindre betydelse.

Avkastningen på totalt arbetande kapital

Existerande tillgångar genererar en avkastning (vinst) som består av bruttoöverskottet (kallad bruttovinsten) från den löpande rörelsen minus löpande (ekonomisk) kapitalförslitning (= nettovinsten II^N) plus ränteintäkter från finansiella tillgångar, dvs. i huvudsak övriga finansiella tillgångar ($=T^{\theta}$) i tabell B: 3. Om denna vinst sätts i relation till totalt arbetande kapital ($=A^T$) får vi i princip ett mått som beskriver räntabiliteten i dag på en anläggning (eller en grupp anläggningar) som just anskaffats (och installerats) till rådande anläggningspris. Måttet är oberoende av finansieringssättet.¹

$$R = \frac{II^N + r_1 T^{\theta}}{A^T} \quad (1)$$

r_1 står här för ränteavkastningen (ett medeltal) på »övriga finansiella tillgångar». Resultatet av beräkningarna återges i diagram B: 2.

Avkastningen på eget kapital

De vinster, som genererats från totalt arbetande kapital, skall användas till att möta anspråken från dels företagets externa fordringsägare (skuldräntor), dels företagets egna ägare (aktieägare). Skuldräntorna är väsentligen reglerade i lånekontrakt och knutna till nominella lånebelopp, varför aktieägarnas utdelning får karaktären av en residual. Återigen vållar värderingen av avkastningsmåttets nämnare problem. Bokfört värde på eget kapital är en storhet som alltför godtyckligt beror av företagets redovisnings- och utdelningspraxis. Det har ofta mycket litet att göra med vare sig ursprungligen av aktieägarna satsat kapital eller värdet i dag av eget kapital i någon meningsfull bemärkelse. En marknadsvärdering av eget kapital, exempelvis värdet på aktiemarknaden, är inte heller den särskilt meningsfull som nämnare i ett räntabilitetsmått med syfte att beskriva det löpande resultatet av företagets affärsverksamhet. Detta mått återspeglar dels marknadens förväntningar om den framtida vinstutvecklingen, dels också i allra högsta grad dagens vinstresultat, som vi önskar mäta. Det mått vi därför använt oss av är som tidigare nämnts eget kapital (E) som det beräknats residualt i kapitalbalansen, tabell B: 3. Vi rekapitulerar. E definieras alltså som återanskaffningsvärdet på maskin- och anläggningskapital och i princip lager samt kassan nominellt värderad (tillsammans benämnt K^R) plus bokförda värdet på övriga finansiella tillgångar (T^{θ}) minus summa skulder, nominellt värderade (S), dvs.

$$E = K^R + T^{\theta} - S = A^T - S. \quad (2)$$

I anslutning till vad som tidigare sagts vill vi alltså tolka E som värdet i dag före skatt av det av aktieägarna satsade kapitalet om detta givits en förräntning lika med medelförräntningen i en referens- eller jämförelsegrupp. Som denna

¹ Vi måste härvid ta hänsyn till att »övriga finansiella tillgångar» i de siffror, som redovisas, även innehåller handelskrediter som hänger samman med försäljning under en serie år tillbaka i tiden samt finansiella placeringar, som ej direkt sammanhänger med varvsrörelsen (se nedan).

referensgrupp vill vi tänka oss verkstadsindustrin i övrigt. Denna tolkning är förenad med ett antal reservationer som redan angivits. Det bör observeras att E beräknat på detta sätt åtminstone i princip ej innefattar någon komponent, som beror av förväntade framtida vinstresultat.

Den vinst som tillförs eget kapital (före skatt) definieras vidare som nettovinsten II^N plus räntor på övriga finansiella tillgångar ($r_1 T^{\bar{O}}$) minus totala skuldräntor ($r_2 S$). Räntabiliteten på eget kapital blir med dessa definitioner:

$$R^E = \frac{II^N + r_1 T^{\bar{O}} - r_2 S}{E} \quad (3)$$

Även detta mått återges i diagram B: 2. Observera att $r_2 S$ även innehåller skuldräntor på obligations- och förlagslån.¹

Notera från (1), (2) och (3) det i och för sig triviala sambandet:

$$R^E = R + (R - r_2) \frac{S}{E} \quad (4)$$

Med de definitioner vi använt oss av kommer alltså upplåning till en skuldränta som ligger lägre än avkastningen på totalt arbetande kapital att höja avkastningen på eget kapital utöver avkastningen på totalt arbetande kapital och vice versa.

Avkastningen på produktionsverksamhet och kreditrörelse separerad

Utgångspunkten för den i och för sig ganska diskutabla kalkyl, som skall följa, är att pröva de argument i vilka hävdas att varvens svårigheter till stor del eller väsentligen beror av refinansieringen av en ansvällande stock givna handelskrediter och att om varven finge möjlighet till refinansiering på normala villkor eller samma villkor som utländska konkurrenter, skulle någorlunda normala villkor för affärsverksamhet inom branschen återställas. Till detta kommer att den direkta eller indirekta subventionering av varvsrörelsen som allmänt förekommer i flera länder ofta sker just på handelskreditsidan. Den invändning mot en kalkyl av detta slag, som kan resas, är att såväl fartygspriser som kreditvillkor är försäljningsargument och att för säljaren hårda kreditvillkor normalt motsvaras av ett bättre pris på en marknad där konkurrensen etablerat ett någorlunda stabilt standardpris på olika fartygstyper. Priser kan alltså transformeras om i termer av kreditvillkor och vice versa; ett förhållande som gör en separering av varvens verksamhet på två rörelsegrenar något diskutabel. Som exempel kan nämnas att om krediter enligt år 1968 »normala» villkor (80 procent av kontraktssumman över 8 år till 5½ procent) skall refinansieras till 8 procent fås en räntedifferens på 2½ procent, vilket i sin tur anses motsvara 9 procent av fartygspriset.² Det finns dock vissa motiv för en beräkning av ovannämnda slag, som vi senare skall påvisa. Vi fortsätter därför och tänker oss ett hypotetiskt fall, där alla betalningar för såväl råvaror, halvfabrikat m. m. på varvens faktorsida, som produkter (fartyg) sker kontant (kontantbetalningsfallet). Lånefinansiering tillåts dock för uppbyggnaden av det kapital som är nödvändigt för själva driften; här något godtyckligt definierat som maskin- och anläggningskapital, lager (inkl. varor i arbete) och kassa, dvs. totalt vad vi tidigare betecknat K^R . Om eget

¹ I de statistiska kalkyler, som följer, kommer en uppdelning av S på posterna »obligations- och förlagslån» samt »övriga lån» att ske, varvid två räntesatser tillämpas. Det finns ingen anledning att komplicera formelapparaten med denna nyans.

² Årsredovisning 1968, Götaverken-koncernen, s. 5.

kapital, som det beräknats i tabell B: 3, understiger detta belopp, definierar vi alltså ett hypotetiskt skuldbelopp i produktionsverksamheten som:

$$S^H = K^R - E. \quad (5)$$

Det finns många invändningar att göra mot denna definition, som vi återkommer till senare. Det första problemet, som uppställer sig, gäller vilka lånebelopp som skall relateras till K^R för det fall S^H är en positiv storhet, vilket genomgående är fallet. Vi måste göra ett sådant val för den kalkyl som skall följa och väljer (helt godtyckligt) att i första hand fästa obligations- och förlagslån vid K^R och i andra hand övriga lån, som ändå behandlas som en homogen grupp i tabell B: 3. Det skulle i och för sig kunna hävdas att vissa leverantörskrediter och då speciellt de som hör samman med anskaffningen av produktionskapital bör gå före obligationslån och förlagslån. Detta medges. Men eftersom den del av S^H som återstår efter avdrag för obligations- och förlagslån fortfarande skall visa sig vara ganska stor, torde denna approximation spela en mindre roll. Under alla omständigheter kan leverantörskrediterna etc. ej uppdelas på undergrupper i den statistik vi har till vårt förfogande.

Det mera allvarliga problemet ligger i knytningen av eget kapital till produktionsverksamheten, medan finansieringsverksamheten då, som vi kan se från tabell B: 3, i praktiken blir en verksamhet, som helt bedrivs utan eget kapital som grund. Fördelningssättet är dock inte helt godtyckligt om man kan hävda att marknadsutvecklingen för varven via statliga creditsubventioneringssystem o. d. i konkurrentländerna drivit fram en situation, som ej kan betraktas som »rimlig» för bedrivande av normal affärsverksamhet. »Kontantbetalningsfallet», som kan liknas vid ett »faktoring arrangemang», där all kreditgivning som sammanhänger med produkternas försäljning har överlåtits på ett renodlat kreditinstitut, blir då ett kanske något för renodlat idealfall med vilket faktiska förhållanden kan jämföras.

I denna kalkyl kommer alltså det kapital, som satsats i den renodlade kreditrörelsen, att vara:

$$S - S^H = S - K^R + E = A^T - K^R, \quad (6)$$

dvs., som sig bör, lika med summa tillgångar minus tillgångar sysselsatta i rörelsen (K^R).

Nettovinsten Π^N är den inkomst som netto genereras från sysselsättningen av K^R . Om K^R delvis skuldfinansieras skall från Π^N dras $r_2 S^H$ för att bidraget till avkastningen på eget kapital skall erhållas. $r_1 T^{\text{ö}} - r_2 (S - S^H)$ utgör resultatet från den finansiella rörelsen. Vi får två räntabilitetsmått:

$$R^R = \frac{\Pi^N}{K^R}, \quad (7)$$

som uttrycker resultatet från produktionsverksamheten och

$$R^F = \frac{r_1 T^{\text{ö}} - r_2 (S - S^H)}{A^T - K^R}, \quad (8)$$

som uttrycker resultatet av kreditrörelsen. Det är lätt att visa att

$$R^E = \frac{\Pi^N K^R}{K^R E} - r_2 \frac{S^H}{E} + \left[r_1 \frac{T^{\text{ö}}}{A^T - K^R} - r_2 \right] \frac{A^T - K^R}{E} \quad (9)$$

eller $R^E = \underbrace{R^R \frac{K^R}{E}}_1 + \underbrace{(-1) r_2 \frac{S^H}{E}}_2 + \underbrace{R^F \cdot \frac{A^T - K^R}{E}}_3$

(2) är en korrigeringsfaktor för det fall en del av det i produktionsverksamheten arbetande kapitalet skuldfinansierats. Det är lätt att inse att om skuldräntan r_2 är lägre än avkastningen på rörelsekapitalet R^R så kommer (1) + (2), dvs. avkastningen på eget kapital, i kontantbetalningsfallet att vara större än R^R .¹

För det fall att eget kapital är lika stort som rörelsekapitalet ($K^R = E$, dvs. $S^H = 0$) förenklas (9) till:

$$R^E = R^R + R^F \cdot \frac{S}{E}. \quad (9B)$$

Avkastningen på eget kapital blir ett vägt medelvärde av R^R och R^F , varvid E och S fungerar som vikter och medelvärdet sedan multipliceras med faktorn AT/E .

Innebörden av dessa algebraiska manipulationer är i grund och botten ganska enkla. Formlerna är dock nödvändiga som en exakt beskrivning av de mått som har beräknats. R^R , R^F och R^E har framräknats enligt definitionerna (7), (8) och (3). Övriga poster framgår omedelbart från kapitalbalansen i tabell B: 3 samt tabell B: 5. Diagram B: 2 och tabell B: 4 återger resultatet av beräkningarna. Det bör observeras att vi i dessa kalkyler endast använder *okorrigerade* brandförsäkringsvärden som mått på maskin- och anläggningskapital.

Statistisk analys

Resultaten i diagram B: 2 är ägnade att stämma till en viss förvåning. Med våra mått mätta ligger varvens förluster (de år förluster uppstått) i det närmaste helt på produktionsidan. Räntedifferensen (ränteintäkter – räntekostnader) på finansieringssidan är genomgående positiv, även om den snabbt krymper mot noll (år 1967) under 1960-talet. R^F är därför under hela tiden en positiv om än liten och hastigt krympande storhet.

En varning av redovisningsteknisk (och praktisk) natur måste fogas till denna beskrivning. Ränteintäkter och räntekostnader har framräknats från vinststatistikens (nuvarande företagsstatistikens) primärmaterial. Förutom räntor innefattar intäktssidan även vad som kallats »utdelning på aktier och andelar». Även om dessa belopp är relativt obetydliga finns det dock anledning att vänta sig att stocken »övriga finansiella tillgångar» (T^0) till en del innefattar finansiella placeringar (kanske nedskrivna till mycket små belopp sedda i relation till motsvarande marknadsvärden), som inte sammanhänger med finansieringen av försäljningen av varvens produkter, men som ändå ger avkastning, och som därmed – med våra mätmetoder – »subventionerar» kreditrörelsen. Den tillgängliga statistiken ger inga möjligheter att särredovisa dessa tillgångar och deras avkastning.

Det bör dock observeras att också fartygsfordringarna kan fungera som en bidragsmekanism över tiden. Ränteavkastningen och amorteringar från de goda kreditkontrakten från slutet av 1950-talet och början av 1960-talet håller uppe räntenettot och likviditeten i dag. En jämförelse med den tidigare refererade specialstudien för åren 1966 och 1967 antyder också att fartygsfordringar dessa år svarar för den helt dominerande delen av posten givna handelskrediter under »övriga tillgångar» i tabell B: 3. Tolkningen skulle med andra ord bli att de goda årens vinster till en del flyter in i dag, flera år försenade, i form av ränte-

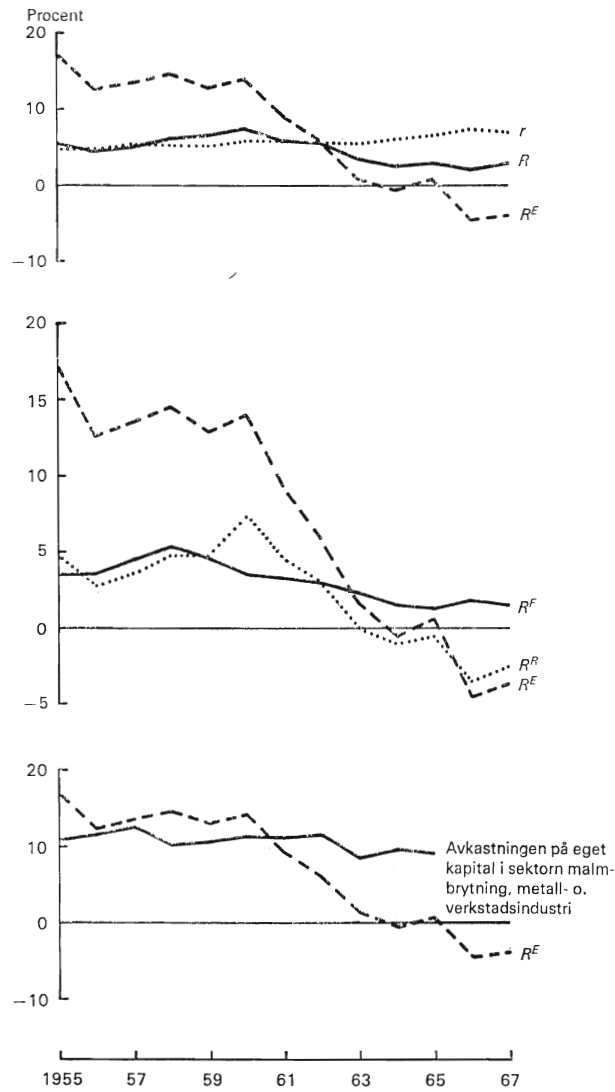
¹ $R^R \frac{K^R}{E} - r_2 \frac{S^H}{E} - R^R = R^R \left(\frac{K^R}{E} - 1 \right) - r_2 \frac{S^H}{E} = (R^R - r_2) \frac{S^H}{E}$,

eftersom enligt (6) $K^R - E = S^H$.

Detta var bara ett trassligt sätt att säga att lånefinansiering visar sig lönsam i efterhand om verksamheten gav högre avkastning än låneräntan. Härledningen är analog med den som gav uttryck (4).

Diagram B: 2. Röntabilitetsmätt för de sex varven 1955—67.

(Diagram B: 2. Rates of return on capital for the six yards, 1955—67)



Anm.: r står för räntan på typiska industrilån (källa: Skandinaviska Banken, Allmän månadsstatistik). Avkastningsmättet på eget kapital för sektorn malm-brytning, metall- och verkstadsindustri har beräknats enligt i princip samma definition som R^E . Avvikelseerna betyder ej något för de jämförelser som gjorts. Beräkningen är preliminär och har hämtats från författarens pågående IUI-studie över förväntningsbildning, röntabilitet och tillväxt i svensk industri. Numeriska data har ej tabulerats. Övriga röntabilitetsmätt finns definierade i tabell B:4.

Tabell B: 4. Räntabilitetsberäkningar 1955–67, procent

(Table B: 4. Calculations of return on capital, 1955–67. Percent)

År	RR enligt formel (7)	RF enligt formel (8)	$RR \frac{KR}{E}$ Bidrag till RE från produktionsverksamheten enligt formel (9)	$RF \frac{AT-KR}{E}$ Bidrag till RE från kreditrörelsen enligt formel (9)	$(-1) r_s \frac{SH}{E}$ i formel (9) ^a	RE Avkastningen på eget kapital enligt formel (3) (= (3) + (4) + (5))	Alternativ beräkning av RE , där E erhållits genom kumulering av netto-sparandet ^b
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1955	4,8	3,5	12,4	5,2	-0,6	17,0	17,0
56	2,7	3,6	7,4	5,6	-0,6	12,4	15,5
57	3,4	4,3	8,4	5,6	-0,4	13,6	21,8
58	4,8	5,2	10,2	5,0	-0,8	14,4	21,9
59	4,8	4,7	9,3	4,3	-0,8	12,8	17,0
1960	7,2	3,5	10,8	3,6	-0,5	13,9	16,8
61	4,5	3,2	6,1	3,2	-0,1	9,2	12,4
62	3,0	3,0	3,6	2,7	-0,4	5,9	8,3
63	0,0	2,3	0,0	2,0	-0,5	1,5	2,5
64	-0,9	1,6	-1,2	1,6	-0,8	-0,4 (-0,5) ^c	-0,7
1965	-0,6	1,3	-0,8	2,0	-0,8	0,4 (0,5)	0,7
66	-3,6	1,8	-5,5	2,7	-1,9	-4,7 (-5,8)	-9,2
67	-2,5	1,4	-3,9	2,7	-2,6	-3,8 (-4,7)	-6,8

a) Observera härvid att den del av räntekostnaderna, som motsvaras av komponent 2 i formel (9) dragits från komponent 3; allt i enlighet med definitionen i formel (8).

b) Från ingångsvärdet 578 i tabell B: 3. Nettosparandet finns tabulerat i tabell B: 6.

c) Enligt alternativ beräkning, varvid brandförsäkringsvärdet på maskin- och anläggningstillgångar nedjusterats till $\frac{1}{2}$ respektive $\frac{1}{3}$, men markvärdet (taxeringsvärdet) och en beräknad lagerreserv adderats till KR . Se motsvarande värden inom parentes i tabell B: 3.

intäkter och amorteringar. Under en period med dålig lönsamhet på tecknade fartygskontrakt och otillräcklig likviditet kommer alltså dessa försenade vinster att hålla uppe den löpande avkastningen och tvärtom; om prisnivån på nyproduktionen höjs och kreditvillkoren förbättras, kommer eftersläpningseffekter från de dåliga åren länge att återspegla sig i den löpande avkastningen på kreditrörelsen. Flera illustrationer på detta kommer att ges i de prognoskalkyler, som presenteras i avsnitt IV.

Vi börjar den empiriska analysen av de sex varvens räntabilitetsutveckling med att studera avkastningen på eget kapital före skatt, RE . Måttet uttrycker samtidigt såväl produktionsidans som den finansiella planeringens lönsamhet. I denna bemärkelse kan RE tas som uttryck för hur väl varven kunnat hävda sig relativt övrig industriverksamhet. Avkastningen på eget kapital i dag och vad den kan förväntas bli i framtiden torde också vara en viktig faktor bakom beslut om vilka vägar den framtida utvecklingen skall följa. Mot bakgrunden av den tidigare diskussionen kommer vi att pröva flera olika mått på RE . RE i diagram B: 2 bygger på den residualberäkning av eget kapital som redovisas i tabell B: 3. Okorrigerade brandförsäkringsvärden har använts för att fastställa nivån på anläggnings- och maskinkapital.

Vinsten i täljaren är bruttovinsten (omsättningen minus löpande kostnader)

Tabell B: 5. *Vinstberäkningar 1955–67, milj. kr.*

(Table B: 5. *Profit calculations, 1955–67. In million Swedish kronor*)

År	Brutto- vinsta (+)	Kalky- lerade avskriv- ningar ^b (—)	Netto- vinst	Utdel- ningar på ak- tier o. ande- lar	Ränte- intäk- ter	Räntekostnader			Netto- vinst + ränte- netto
						Obliga- tions- o. lån förlags- lån	Övriga lån	Ränte- netto	
1955	98	26	72	1	32	1	6	26	98
56	90	33	57	1	45	1	8	37	94
57	126	42	84	1	60	1	10	50	134
58	163	41	122	2	64	1	13	52	174
59	164	49	115	1	60	1	14	46	161
1960	188	46	142	1	60	1	19	41	183
61	152	52	100	2	67	1	23	45	145
62	120	60	60	2	67	2	27	40	100
63	79	80	— 1	2	66	3	34	31	30
64	61	88	— 27	2	65	5	43	19	— 8
1965	71	87	— 16	2	112	4	86	24	8
66	—26	92	—118	4	156	20	122	18	—100
67	15	92	— 77	2	184	29	155	2	— 75

a) Observera att bruttovinsten räknats efter avdrag för »Allmänna förvaltningskostnader» samtliga år. Så sker fr. o. m. 1965 i *SOS, Företagen*; Ekonomisk redovisning (den s. k. företagsstatistiken), ej dessförinnan i *SOS Företagens intäkter, kostnader och vinster*. Den omdefinierade bruttovinsten kallas fr. o. m. 1965 bruttoöverskott. Före 1965 fördes »Allmänna förvaltningskostnader» under en övrigpost »Övriga intäkter». Åren 1960 till 1964 låg »Allmänna förvaltningskostnader» på mellan 20 och 25 milj. kr.

b) 5 procent på maskin- och anläggningskapitalet (brandförsäkringsvärderat).

minus kalkylerade avskrivningar (5 procent på brandförsäkringsvärdet har antagits) plus räntenettot. Statistiska centralbyråns s. k. vinststatistik (numera företagsstatistiken) har utgjort källmaterial. De första 5 à 6 åren återspeglar här Suezkrisens för de svenska varven goda följdverkningar. Avkastningen håller sig hela tiden strax under 15 procent och företagen torde ha haft goda möjligheter att under denna period konsolidera sig och bygga upp sin likviditetsberedskap. Omfattningen av de finansiella reserver, som byggdes upp under denna period, har varit omöjlig att uppskatta från det tillgängliga statistiska materialet. Att reserverna, som byggts upp, varit stora kommer dock att indirekt framgå av den fortsatta analysen. De japanska varvens uppträdande på fartygsmarknaderna i början på 1960-talet innebar en drastisk sänkning av lönsamheten. Redan 1963 var avkastningen nere i cirka 2 procent och från och med 1964 låg den på noll eller negativa värden. Den långa produktionsperioden gör här att resultatet av det ökade konkurrenstrycket i form av sänkta priser och försämrade kreditvillkor visade sig i produktions- och finansstatistiken först efter 1 à 2 år.

R^E i diagram B: 2 kan jämföras med en enligt i princip samma definitioner beräknad räntabilitet för malmbrytning, metall- och verkstadssektorn, som utförts inom ramen för den studie över förväntningsbildning, räntabilitet och tillväxt inom svensk industri som författaren för närvarande är sysselsatt med inom IUI (diagram B: 2).

Vi observerar att lönsamheten i sektorn malmbrytning, metall- och verkstadsindustri ligger någorlunda stabil kring 10 procent med en mindre nedåtriktad

Tabell B: 6. Beräkning av bruttosparandet 1955–67, milj. kr.

(Table B: 6. Calculation of gross savings, 1955–67. In million Swedish kronor)

År	Bruttovinst	Utdelning på aktier o. andelar	Ränteintäkter	Räntekostnader	Skatekostnader	Utdelningar	Övriga ^a intäkter	Bruttosparandet	Nettosparandet (= bruttosparandet — kalkylerade avskrivningar i tabell B: 5)
	(+)	(+)	(+)	(—)	(—)	(—)	(+)	(8)	(9)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
1955	98	1	32	7	45	7	— 2	70	44
56	90	1	45	9	37	10	— 6	74	41
57	126	1	60	11	46	10	—20	100	58
58	163	2	64	14	51	12	—31	121	80
59	164	1	60	15	51	12	—13	134	85
1960	188	1	60	20	55	14	— 9	151	105
61	152	2	67	24	44	16	—23	114	62
62	120	2	67	29	24	16	—20	100	40
63	79	2	66	37	18	17	—11	64	—16
64	61	2	65	48	14	15	6	57	—31
1965	71	2	112	90	16	15	—10	54	—33
66	—26	4	156	142	9	15	102	70	—22
67	15	2	184	184	6	15	66	62	—30

a) De stora positiva posterna 1966 och 1967 förklaras väsentligen av statliga bidrag av olika karaktär till Uddevallavarvet samt bägge åren även av koncernbidrag till ett av varven. Se Kungl. Maj:ts prop. nr 74 år 1969.

Källa: SCB:s s. k. vinststatistik vilken fr. o. m. 1965 omlagts och numera kallas företagsstatistiken. Bruttovinsten i vinststatistiken har omdefinierats till att motsvara företagsstatistikens bruttoöverskott. Vi behåller dock den gamla beteckningen bruttovinst.

trend under hela den studerade perioden. Varvens lönsamhet ligger inte obetydligt över denna jämförelsenivå under 1950-talets andra hälft. Under 1960-talet är förhållandet det omvända och avvikelserna efter 1965 är avsevärd.

På grundval av en alternativ beräkning av det egna kapitalet har ett nytt räntabilitetsmått framräknats. De i kapitalbalansen i tabell B: 3 redovisade brandförsäkringsvärdena på anläggnings- och maskinkapital har härvid nedjusterats till att motsvara vad som möjligen kan betecknas som »alternativvärden». Detta förfarande har redan tidigare beskrivits (se s. 187). Det egna kapitalet har sedan residualberäknats på samma sätt som tidigare. Samma vinstmått ingår i täljaren på bägge räntabilitetsmåten. Vi har redan konstaterat att värderingen av anläggnings- och maskinkapital enligt denna »nya» princip något strider mot kapitalberäkningar som tillämpats på annat håll, bland annat för liknande ändamål. En konsekvens blir t. ex. att varvens kapitalintensitet mätt med detta mått kommer att bli orimligt låg. Fortfarande gäller dock att vi ej kunnat prestera en övertygande motivering för någon bestämd värderingsmetod, varför det alternativa måttet torde kunna ha ett visst intresse. Vi har konstaterat en medelavkastning åren 1955–60 på drygt 45 procent enligt den »nya» metoden. Bortsett från nivåernas olika relativa lägen utvecklar sig dock de båda räntabilitetsmåten tämligen lika över tiden. Materialet har ej tabulerats.

Resultaten stämmer dock till en viss skepsis. Även om varvskonjunkturen var mycket god under 1950-talets senare hälft är det svårt att ta avkastningsmätt av

denna storleksordning för en hel industrigren riktigt på allvar. Resultatet talar indirekt och återigen för att vi bör hålla oss till okorrigerade brandförsäkringsvärden i fortsättningen.¹

Det kan nämnas att ytterligare ett avkastningsmått som bygger på dessa nedjusterade brandförsäkringsvärden har beräknats. Vi påpekade tidigare att markvärden ej ingår i anläggningsskapitalet samt att lagervärdet underskattats därför att tillförlitliga mått på lagerreservens storlek ej kunnat erhållas för hela den studerade perioden. Vid en avstämning mot en motsvarande beräkning för åren 1966 och 1967, utförd separat för varvskommitténs räkning, visade det sig att beräkningarna av K^R i stort sett överensstämde för de två åren. I den refererade specialstudien hade brandförsäkringsvärdena nedjusterats kraftigt men i stället ingick markvärdena (taxeringsvärderade) och en skattning av lagerreserven. Detta tillägg kompenserade i stort nedjusteringen av anläggnings- och maskinkapitalet. Vi är fullt medvetna om att brandförsäkringsvärdena kan medföra en överskattning främst beroende på att nyvärdeometoden i princip innebär att i brandförsäkringsvärdena ingår en del av på försäkrade tillgångar ackumulerade avskrivningar. Hur mycket är dock omöjligt att avgöra utan en ingående specialstudie av varje enskilt företag. Det bör dock påpekas att övergången till nyvärdeförsäkring 1954 inte lämnade några spår efter sig i tidsserien över företagets brandförsäkringsvärderade tillgångar. Man kan tänka sig flera förklaringar till detta förvånande resultat som både talar för och emot vår metod att arbeta med okorrigerade brandförsäkringsvärden.² Det bör dock poängteras att en kraftig nedjustering av brandförsäkringsvärdena kräver en motsvarande justering av nettovinsten i räntabilitetsmåttets täljare, dvs. beräkningen av kalkylerade avskrivningar, samtidigt som man inte får förglömma att man i en meningsfull resultatvärdering måste ta hänsyn till kapitalprisernas förändring, vid såväl bestämningen av anläggningsskapitalets värde som avskrivningarnas storlek. En systematisk övergång till korrigerade brandförsäkringsvärden föder därför en serie av ytterligare komplikationer utöver den minst sagt besvärliga frågan att finna en lämplig korrigeringsfaktor. Vi har därför avstått från denna sofistikerad av våra kalkyler men redovisar ändå en alternativ beräkning för åren 1964–67 där brandförsäkringsvärdena korrigerats (enligt den tidigare metoden) men markinnehavets taxeringsvärden och en grov skattning av lagerreserven (från SCB:s företagsstatistik) adderats till anläggningsskapitalet. Resultatet blir en sänkning av det residualberäknade egna kapitalet (tabell B: 3, uppskattningarna redovisas inom parentes) med 15–20 procent. Eftersom ingen motsvarande korrigerad gjorts i kalkylerade avskrivningar påverkas avkastningen på eget kapital något (tabell B:4, uppskattningarna redovisas inom parentes).

Resultaten från två ytterligare alternativa kalkyler över avkastningen på eget kapital skall också redovisas. Eget kapital har denna gång beräknats genom kummulation av nettosparandet år från år från två alternativa ingångsvärden 1955; i det ena fallet eget kapital beräknat residualt med okorrigerade brandförsäkringsvärden som ingångsvärden, i det andra med korrigerade brandförsäkringsvärden.

¹ Observera att denna slutsats nåddes redan i samband med kapitalvärdeanalysen i avsnitt III, s. 190. Formuleringen ovan till trots har vi alltså inte tillåtit oss det i och för sig inte ovanliga cirkulära resonemang, där den mätmetod väljs, som ger det mest acceptabla mätvärdet på den storhet man vill mäta.

² En förklaring kan vara att nyvärdeskattningar (dvs. överskattningar) i praktiken tillämpades redan före år 1954 av företagen. En annan kan vara att övergången till ny värderingsmetod innebar att företagen fann det mindre meningsfullt att försäkra vissa äldre och nedslitna maskin- och anläggningstillgångar och att dessa därför utrensades ur försäkringen samtidigt som yngre kapital värderades upp.

Nettosparandet är här bruttosparandet minus kalkylerade avskrivningar enligt tabell B:6. Vinstmättet i täljaren är detsamma som tidigare.

För det första kunde noteras att det avkastningsmätt, där eget kapital framräknats från ett residualberäknat ingångsvärde 1955 där *korrigerade* brandförsäkringsvärdet 1955 kommit till användning, gav en avkastning i 50 procentsklassen under periodens första fyra år. På samma grunder som tidigare har vi svårt att ta detta mått på allvar. Resultatet har ej tabulerats.

Vid användning av *okorrigerade* brandförsäkringsvärden för beräkning av *ingångsvärdet* 1955 erhålls en avkastning på eget kapital (tabell B:4) som för samtliga år utom första året 1955 är numeriskt större än motsvarande kalkyl på residualt beräknat eget kapital i diagram B:2. Detta resultat beror naturligtvis på att residualberäknat eget kapital enligt tabell B:3 genomgående ligger på en högre nivå än den skattning, som erhållits vid kumulation av nettosparandet. Resultatet är i och för sig inte alls förvånande och torde huvudsakligen bero av att brandförsäkringsvärdena i tabell B:3 successivt justerats uppåt för prishöjningar på kapitalvaror, något som sedan indirekt återverkat på den residuala värderingen av eget kapital. R^E mätt som i diagram B:2 kan därför betraktas som ett grovt mått på realavkastningen på eget kapital, medan skillnaden mellan R^E och nämnda avkastningsmätt i tabell B:4 grovt kan sägas återspegla den avkastning på eget kapital, som härrör från inflationen.

Nästa steg i redovisningen omfattar en uppdelning av avkastningen på eget kapital i två (eller snarare tre) komponenter enligt formel (9). Denna gång mäter vi endast R^E som i diagram B:2. Eget kapital har alltså framräknats residualt från tabell B:3, där *okorrigerade* brandförsäkringsvärden representerar maskin- och anläggningskapitalet. Resultaten har också tabulerats i tabell B:4. Beräkningsmetoden framgår av formlerna (7), (8) och (9) samt kommentarerna till tabellerna B:3 och B:4, där samtliga ingångsdata finns angivna. R^R , dvs. nettovinsten uttryckt i procent av rörelsekapitalet (maskiner och anläggningar + lager + kassa), har definierats i (7) som avkastningen på produktionsverksamheten. Om varvens räntabilitet mäts enbart på detta sätt så har den legat betydligt under medelvärdet för svensk industri som helhet under hela den studerade perioden 1955–67. Enligt vår kalkyl ligger R^R praktiskt taget samtliga år under räntan på industriobligationer. (Diagram B:2, den översta och den mellersta figuren.)

I samband med konstaterandet av den låga nivån på R^R bör dock erinras om att dess nämnare, rörelsekapitalet K^R , förutom maskiner och anläggningar även innehåller lager samt posten »kassa, bank och postgiro». Det torde vara ganska självklart att lagren i sin helhet bör hänföras till produktionsrörelsen i den uppdelning vi valt. Men eftersom lagren representerar ganska betydande värden drar de också ned rörelseresultatet. Lagren innehåller som en dominerande komponent varor i arbete (fartyg).¹ Färdigvarulager förekommer av naturliga skäl inte, om vi bortser från den del av varvens verksamhet som faller utanför rent skeppsbyggeri. Hur stor del av kassan som skall föras till produktionsverksamheten och till kreditrörelsen är dock ett betydligt svårare problem och vi har, som framgått, tvingats till ett antingen-eller-val. Tursamt nog utgör kassan den minsta komponenten i K^R , och som vi tidigare påpekat har lagren bokvärderats, dvs. underskattats. En mindre del av orsaken till att R^R beräknats så lågt torde dock fortfarande ligga i en något godtycklig separering av totalt arbetande kapi-

¹ Det är intressant att i tabell B:3 notera att lagervärdet (obs! bokförda värden) endast växer obetydligt under perioden 1955–67 trots produktionsstillväxten. Det är ganska troligt att denna utveckling återspeglar den förkortning av byggnadstiderna på varven, som ansetts ha inträffat under 1960-talet. En sådan utveckling bör visa sig som en sjunkande kvot mellan »varor i arbete» och produktionsvärde.

tal på ett produktionskapital och en komponent, som arbetar i kreditrörelsen.

Att måttet RR bara ger en del av sanningen inses dock omedelbart från vår tidigare analys av avkastningen på eget kapital, där nivåer på strax under 15 procent registrerats för de goda åren under 1950-talets andra hälft.

Det är just i denna diskrepans som *bland annat* den för varven unika sammanvävningen av produktionsverksamhet med en omfattande kreditrörelse återspeglas. De vinster, som inte har hämtats in på produktionsverksamheten, har tydligen tagits hem antingen i form av förmånliga utlåningsvillkor på kreditrörelsen eller via goda finansiella placeringar, som ej direkt sammanhänger med fartygsbyggandet. Detta är så även om det inte direkt framgår av räntabilitetsmåttet R^F som det redovisas i tabell B:4 och diagram B:2. Uppskattningarna på R^F utgör relativt låga värden, därför att det totalt arbetande kapitalet i kreditrörelsen ($AT-KR$) är stort. Men eftersom kreditrörelsen i sin helhet är lånefinansierad enligt vår separeringsmetod, så kommer bidraget till avkastningen på i varven totalt arbetande eget kapital efter omtransformering till jämförbar nivå att bli betydande (kolumn 4 i tabell B:4). Vi observerar dock att även räntenettet minskar i storlek relativt totalt arbetande kapital i kreditrörelsen mellan 1950- och 1960-talen, varför såväl produktionsverksamheten som kreditrörelsen bidrar till den sjunkande totalavkastningen på eget kapital (R^E) under 1960-talet. Det är också intressant att i tabell B:5 observera att räntenettet, som det där beräknats, samtliga år varit en positiv storhet. Detta gäller även om i detta nettobelopp ingår de räntekostnader som i kalkylerna förts på produktionsverksamheten. Med denna nya definition blir dock räntenettet praktiskt taget noll år 1967. Observera att räntenettet, som det redovisats i tabell B:4, inte renodlar resultatet av dagens kreditrörelse utan även återspeglar tidigare års verksamhet. Vi återkommer till detta i nästa avsnitt.

Avslutningsvis kommenterar vi helt kort uppskattningen av R enligt formel (1), dvs. avkastningen på totalt arbetande kapital. Man kan säga att detta mått återspeglar avkastningen på eget kapital i en rörelse som är helt egenfinansierad. Ingen hänsyn har tagits till finansieringskostnaden. Det har redan visats att R av denna anledning kommer att ligga lägre än R^E (avkastningen på eget kapital) om skuldräntan är lägre än R och vice versa.¹ Detta illustreras med utmärkt tydlighet i digram B:2 (övre figuren). 1962 är året, när relationerna mellan R , R^E och skuldräntan (i diagrammet) svänger. Trots den drastiskt sänkta avkastningen på eget kapital efter 1962 håller sig R hela tiden på positiva värden. Orsaken till att R inte varje år ligger över r i diagrammet åren före 1962 beror naturligtvis på att den för varven relevanta medelskuldräntan i själva verket legat under r dessa år; och inte obetydligt lägre med tanke på den stora positiva skillnaden mellan R^E och R före 1962.

Det kan här vara på sin plats att göra ytterligare en jämförelse mellan måtten R och R^E . Antag att vi har två företag, som är identiska utom vad avser andelen eget kapital i rörelsen. Deras avkastning i termer av R är exakt lika, men låneräntan ligger för varven under 1960-talet väsentligt över R . I företaget med den högre andelen främmande kapital kommer naturligtvis (se formel 4) en lägre avkastning R^E på eget kapital att noteras än i det företag, som ur den egna rörelsen lyckats skaka fram de likvida medel som erfordrats. Ur likviditetssynpunkt är detta naturligtvis en fördel. Ur avkastningssynpunkt bör samma förhållande däremot utgöra föga tröst. Den något högre men jämfört med skuldräntan fortfarande låga avkastningen räknas nämligen nu på en större bas av eget kapital.

¹ Se formel (4).

Räntenettet och kreditrörelsens tidsstruktur

Vi har tidigare konstaterat att räntenettet, som det beräknats i tabell B:5, varit positivt under hela den studerade perioden men att det under 1960-talet snabbt krympt mot obetydliga värden. Vi har också observerat att detta räntenetto i dag i själva verket återspeglar resultatet av kreditrörelsen under en rad tidigare år. Det räntenetto, som vi är intresserade av för en utvärdering av avkastningsresultaten från dagens kreditrörelse är å andra sidan det räntenetto, som genereras från de fartygskontrakt som tecknas i dag och de lån som upptas för att finansiera motsvarande kreditgivning. Den officiella statistik vi har till vårt förfogande tillåter tyvärr inte en tillförlitlig periodisering av intäkter och kostnader för kreditrörelsen i detta avseende. Kompletterande uppgifter för den historiska perioden skulle i princip kunna insamlas från vart och ett av de sex varven, men en datainsamling av denna omfattning faller helt utanför ramen för denna studie. Den kalkyl i detta avseende, som skall presenteras samtidigt som prognosresultaten i nästa avsnitt (s. 216) och som gäller perioden 1960–75 måste därför betraktas som grov.

Den kalkyl, som skulle återspegla kreditrörelsens resultat, skulle i princip utföras på följande sätt. För det fall en bunden ränta föreskrivits i fartygskontraktet kan man med hjälp av angivna amorteringsvillkor lätt beräkna den framtida inbetalningsström som följer från samtliga fartygskontrakt, som tecknats under exempelvis ett år. Låt oss kalla medelräntan r_1 och anta att identiska amorteringsvillkor (P_i procent återstår resp. år av (kontraktsbeloppet – kontantandelen) = A) inskrivits i alla kontrakt detta år. Medelräntan blir då konstant. Varje år kommer som räntor att inbetalas:

$$r_1 A, r_1 P_1 A, r_1 P_2 A, \text{ osv.}$$

Antag vidare att finansiering kan ordnas för hela kontraktperioden till räntesatsen r_2 . Ränteutbetalningarna blir då:

$$r_2 A, r_2 P_1 A, r_2 P_2 A, \dots \text{ osv.}$$

och räntenettet respektive år:

$$(r_1 - r_2) A, (r_1 - r_2) P_1 A, (r_1 - r_2) P_2 A, \text{ osv.}$$

Det är uppenbart att räntenettet definierat på detta sätt blir positivt om $r_1 > r_2$ och vice versa, och det är lika uppenbart att det är detta räntenetto diskussionen om varvens problem har rört sig kring.

För att denna framtida serie av räntenetton skall kunna relateras till dagens kreditrörelse måste de diskonteras till nuvärde och summeras:

$$(r_1 - r_2) \sum_{i=0}^n P_i A \frac{1}{(1+r)^i}$$

Det är alltså tydligt att vilken storlek vi än väljer på r (diskonterings-satsen) så påverkas endast den numeriska storleken på vinsten ($r_1 > r_2$) respektive förlusten ($r_1 < r_2$) på ränterörelsen. Den intressanta storheten är r_2 . För det fall företaget är helt internfinansierande kan r_2 tänkas representera avkastningen på eget kapital i rörelsen (RE). Om denna avkastning är större än utlåningsräntan kommer kreditrörelsen sålunda att gå med förlust, ty pengarna hade i själva verket kunnat förräntas bättre i det egna företaget. En analys från denna utgångspunkt börjar dock flyta, när även extern finansiering används i rörelsen. Kreditrörelsen under 1950-talets senare hälft skulle då – för de sex varven – ha blivit högst olönsam, medan kreditrörelsen kring 1960-talets mitt varit högst lönsam, därför att avkastningen på eget kapital legat mycket lågt under senare år. Som vi redan påvisat är det i själva verket resultatet från kreditrörelsen, som höll uppe avkastningen på eget kapital under 1950-talet och 1960-talets första år, och före-

tagen fann det tydligen fördelaktigt att då byta lägre priser mot förmånligare kreditvillkor och en i tiden eftersläpande vinsthemtagning och/eller hade möjligheter till goda finansiella placeringar av inflytande kontantbelopp. Om man i stället för den löpande avkastningen på eget kapital, RE , som den mätts i diagram B: 2, tänker sig att mäta r_2 med den förväntade framtida avkastningen på eget kapital, blir det beteende som återspeglar sig i statistiken mer konsekvent. Placeringen av en stor del av vinstmedlen från slutet av 1950-talet och början av 1960-talet under långa perioder i fartygsfordringar har tydligen ex post lönat sig bättre än om motsvarande vinstmedel i ett alternativt fall omedelbart plöjts tillbaka i rörelsen i form av kapacitetsutvidgande investeringar. Problemet är bara det att det är svårt att föreställa sig att marknadsutvecklingen under 1960-talet verkligen förutsågs i så god tid.

Analysen kan lätt förvirras ytterligare, men det sagda får räcka som en illustration till svårigheterna att värdera räntenettots (ränteförlustens) storlek. Endast genom att exempelvis som tidigare dela upp totala varvsverksamheten i en produktionsverksamhet, till vilken allt eget kapital knyts, och en helt lånefinansierad kreditrörelse, kan räntenettet ges en operationell innebörd. Det blir då också ganska klart att det är medelräntan på de lån som genom denna separering kommer att fördelas till kreditrörelsen, som skall representera r_2 .¹ Under detta separeringsantagande blir det också meningsfullt att använda intäktsräntan som diskonteringsfaktor. Det är grovt sett denna ansats som kommer till användning i avsnitt IV; s. 216. Det är dock fortfarande lika väsentligt att, om analysen skall tillföras något nytt utöver vad som redan gjorts i den tidigare empiriska redovisningen, så måste med räntenettet hela tiden avses summan av en serie diskonterade inbetalningsströmmar som relateras till de fartygskontrakt som tecknats under en enda period (år).

Det är härvid framför allt en omständighet, som är att beakta. Om fartygskontrakten till stor del – vilket synes vara fallet – löper till bundna eller nästan bundna räntesatser under långa perioder, medan motsvarande (re)finansiering måste ske kortfristigt, kommer förändringar i upplåningsräntorna r_2 (exempelvis höjningar) snabbt att slå igenom på räntenettet för varje »kohort» av fartygsfordringar. Ex post är det sannolikt en höjning av låneräntorna av detta slag, som under åren 1966 och 1967 har åstadkommit den snabba sammankrympningen av det räntenetto (enligt vår tidigare definition), som redovisats i tabell B: 5. Vid en korrekt periodisering bör dock denna räntehöjning även verka neddragande på resultatet av kreditrörelsen under flera år bakåt i tiden. År 1967 torde exempelvis fortfarande ett antal fartygskontrakt, som tecknats åren 1960 och 1961, ännu ej helt ha avvecklats. På samma sätt måste en mätning av räntenettet (eller ränteförlusten) på de fartygskontrakt som tecknas i dag bero dels av de låneräntor man förväntar sig i framtiden, dels av vilken kalkylränta r (i formeln ovan) man begagnar sig av. Med tanke på varvens marknadssituation i dag med låg löpande avkastning och en stor skuldpost relativt eget kapital finns det dock anledning vänta sig att varven för det fall inget stöd tillskjuts utifrån (kreditgarantier, räntesubventioner etc.) räknar med en hög låneränta för den närmaste framtiden i kombination med en låg kalkylränta. Räntenettet kan då för varje år approximeras med summan av differensen mellan framtida ränteinbetalningar och ränteutbetalningar, och kommer för de fartygskontrakt som tecknats sedan 1960-talets mitt sannolikt att motsvaras av betydande ränteförluster.

Fortfarande gäller dock att varje kalkyl över denna ränteförlusts storlek väsentligen beror av just de antaganden vi redan tidigare tillgripit för att kunna separera totala varvsverksamheten på en produktionsrörelse och en kreditrörelse.

¹ Vi bortser härvid från möjligheten att viss refinansiering kontraktsevenligt bundits till bestämda fartygsfordringar.

IV. En enkel prognoskalkyl

Metoden – en gapkalkyl

Detta avsnitt skall ägnas åt en grov framskrivning av varvens finansiella position till 1970-talets mitt. Det bör härvid redan från början poängteras att underlag saknas för att åstadkomma en numerisk prognos, som på något sätt kan göra anspråk på att måla upp hur framtiden kommer att te sig för de sex varven. En prognos med sådana pretentioner bör i de flesta sammanhang stämma till missfänsamhet. Idén är snarast den att konkretisera den erfarenhet som vunnits i de tidigare avsnitten på ett sådant sätt att den kan användas till att numeriskt bedöma olika utvecklingstendenser, förutsatt att vissa antaganden om framtiden, som ligger utanför våra bedömningsmöjligheter, är uppfyllda. Två huvudalternativ vad gäller vinstutvecklingen skall presenteras, och det skall visa sig att de »marginaler» vi måste arbeta med är så vida att den avgörande bedömningen av vad som kommer att hända, ändå överlämnas till läsaren. Den prognosmetod som skall användas är en förfinad variant på en metod, som författaren redan prövat på annat håll.¹ Det bör också anmärkas att metoden senare visat sig ha väsentliga likheter med de metoder, som industriföretag tillämpar i sin interna långsiktplanering.²

Vi utgår från de data om *produktions-* (saluvärdes-) och *investeringsplaner* fram till 1975, som de sex varven inlevererat till den nu pågående långtidsutredningen (LU). Enligt dessa planerar de sex varven en höjning av produktionsnivån med cirka 15 procent mellan 1969 och 1975. Vi tar därvid för givet att uppgivna investeringsplaner och produktionsplaner är konsekventa i den bemärkelsen att produktionsplanen kan realiseras utan en mer omfattande investeringsverksamhet än den som angivits. Detta synes vara ganska rimligt eftersom planerna antyder en mycket obetydlig expansion av verksamheten under 1970-talets första hälft. De lågt satta investeringsplanerna (jämfört med 1960-talet) får därför närmast karaktären av en plan för ersättningsinvesteringar. Förfarandet innebär alltså att de sex varvsföretagen själva står för såväl produktions- och försäljningsplaner som de numeriska relationer, som under den aktuella perioden förväntas sambandet mellan produktionsnivå och kapitalutrustning.

Produktions- och investeringsplaner har numeriskt bestämts i den prisnivå på produkter och investeringsvaror, som gällde vid rapporteringsåret, dvs. år 1969. Detta innebär alltså att vi för framskrivningen även av finansiella variabler först kommer att arbeta under den förutsättningen att dessa prisnivåer förblir konstanta. Därefter följer vissa kalkyler, där det antas att prisnivån på produkter och investeringsvaror kommer att stiga med 3 procent per år fr. o. m. 1970 under bibehållande av den relation mellan löpande kostnader och omsättning som antagits i fastprisfallet.

Vår prognos gäller i första hand en bestämning av de konsekvenser för omsättningskapitalets tillväxt, internfinansieringens omfattning och räntabiliteten, som följer av rapporterade produktionsplaner. Det sista momentet, som i sig innefattar en vinstprognos, utgör självfallet prognosens akilleshäla, och det är på denna punkt som vi tvingats arbeta med två grova alternativ.

Investeringar i anläggnings-, maskin- samt omsättningskapital ger efter avdrag för (internt) företagssparande omfattningen av den finansiering, som måste klaras externt för att tillväxtplanerna skall gå ihop finansiellt. Det bör uppfattas

¹ Se G. Eliasson, *Industrifinansieringen perioden 1950–1970 – kartläggning och prognos*. (IUI) Stockholm 1967.

² Uttalandet bygger på preliminära resultat från en av författaren under år 1969 utförd intervjuserie hos amerikanska industriföretag samt på uppgifter från besök hos två av de största svenska varven.

som någonting självklart, att en »5-årsprognos» ej kan göra anspråk på att fånga upp de årliga kortsiktsfluktuationer i omsättningskapitalets komponenter, som så tydligt framträder i finansieringsbalansen i tabell B: 1.

Framskrivning av omsättningstillgångar

Framskrivningen av lagerbestånd och kassa tillgång på ett mycket okomplicerat sätt. Det har observerats att beståndets storlek i förhållande till omsättningen (approximerat med saluvärdet) i bägge fallen legat systematiskt lägre under 1960-talet (1960–67) än under andra hälften av 1950-talet. Medelkvoten mellan lager och omsättning respektive kassa och omsättning under 1960-talet har därför förutsatts komma att representera 1970-talets första hälft och tillämpats på produktions(saluvärdes)prognosen för en framskrivning av lager och kassahållning.

För en framskrivning av posten övriga finansiella tillgångar, dvs. i huvudsak fartygsfordringar har en betydligt elegantare och därför både mer komplicerad och mer relevant procedur tillämpats. I juni år 1969 i Paris lyckades en arbetsgrupp inom OECD nå en överenskommelse (»understanding») mellan världens fartygsproducerande länder om vilka maximalt gynnsamma villkor, som skulle tillåtas få förekomma vid uppgörelsen om kreditkontrakt vid fartygsleveranser. Denna överenskommelse innehöll i huvudsak följande rekommendationer:¹

1. Ej lägre kontantandel än 20 procent
2. Maximal kreditperiod 8 år
3. Regelbunden återbetalning i lika amorteringsbelopp, minst en gång om året
4. Räntan lägst 6 procent efter omkostnader.

Såväl kontantbetalningsandel som amorteringsperiod och lägsta räntesats har alltså specificerats. Bortsett från räntesatsen, som höjts något, innebär detta i praktiken blott en kodifiering av för de närmast föregående åren etablerad praxis. Det stora problemet för kalkylen gäller i vilken utsträckning framtida fartygskontrakt kommer att ansluta sig till denna överenskommelse och i vilken utsträckning avvikelser kommer att återspegla sig i fartygspriserna och därmed återverka på resultatet av produktionsverksamheten snarare än kreditrörelsen. Vår tidigare analys har antytt att sådana »trade-offs» ofta förekommit. Vi kommer därför ej att anta att »Paris-överenskommelsen» följs fullt ut, utan att för varven mer fördelaktiga kontrakt i inte oväsentlig utsträckning kommer att tecknas i framtiden på samma sätt, som tydligen gjorts under hela den studerade perioden. Det förfarande, som kommer att tillämpas – och som strax skall redovisas – för att korrigera för dessa avvikelser, är dock alltför grovt för att vara tillfredsställande.

Från Varvsindustriföreningen har erhållits uppgifter om typiska amorteringsvillkor fr. o. m. 1955. Dessa är 5 års amorteringstid 1955 t. o. m. 1959 och därefter 8 år. Linjär återbetalningstakt antas. Den typiska kontantbetalningsandelen var 50 procent t. o. m. 1957, därefter cirka 40 procent under två år och 30 procent under ytterligare två år (medelvärden). Fr. o. m. 1962 t. o. m. 1967 har angivits 20 procent.

Dessa typvärden appliceras på omsättningssumman för varje år fr. o. m. 1955 t. o. m. 1968. För de följande åren tillämpas de amorteringsvillkor som angivits under 1–3 ovan. Vi kan på detta sätt räkna fram den betalningsström, som med en viss eftersläpning följer omsättningens utveckling. Vi antar att fr. o. m. år 1963 har full betalning skett på samtliga fartygskontrakt som tecknades före 1955. Skillnaden mellan omsättnings- och betalningsström varje år utgör nettotillskottet till utestående fartygsfordringar. I tabell B: 1 (finansieringsbalansen)

¹ Resolution of the Council concerning an understanding on export credits for ships. *OECD*, Paris, 4 Juni, 1969, C (69)60 (Final).

representeras denna post med någorlunda god approximation av »förändringen i övriga finansiella tillgångar».¹ En jämförelse för åren 1963–67 anger att de nettotillskott som framräknats med hjälp av ovannämnda typvärden överskattar värdena i tabell B: 1 med i medeltal 31 procent. Vi har anledning tro att detta resultat beror på att typvärdena ej är representativa för mer än en del av fartygsfordringarna och att en väsentlig del av resterande belopp representerar kontantbetalningar. Vi antar att avvikelserna från Paris-överenskommelsen kommer att bli av samma omfattning även 1969–75 som avvikelserna från typvärdena åren 1963–67 och skriver ned framräknade hypotetiska ökningarna i fordringsbeståndet med ovannämnda procentsats.

En summering av planerad anskaffning av maskiner och anläggningar samt beräknade investeringar i lager, kassa och fartygsfordringar ger ett beräknat totalt finansieringsbehov för varje år fram till 1975.

Vinst- och sparandeprognozen

Den stora stötestenen för slutförandet av vår prognoskalkyl är framskrivningen av vinster och sparande. Av flera skäl kan vi inte, som i min tidigare kalkyl² för hela industrin, gå direkt på sparandet och hoppa över mellanledet vinsten. Det viktigaste skälet härför är att räntenettet utgör ett övergångsled mellan bruttovinster och bruttosparande och vi har, vad varven beträffar, a priori anledning förvänta oss att variationer i denna storhet skall spela en inte obetydlig roll.

Vad framskrivningen av bruttovinsten beträffar har vi, i brist på bättre faktaunderlag, utgått från två alternativ; ett pessimistiskt och ett »normalalternativ». I det pessimistiska alternativet har vi antagit att den efterfrågesituation, som rådde under perioden 1962–67 skall gälla under 1970-talets första hälft. Medelkvoten mellan bruttovinst och omsättning (bruttovinstmarginalen) för dessa år har därför tillämpats på den projicerade saluvärdesutvecklingen 1970–75 för en framskrivning av vinsten. Mellanalternativet innebär att (medel)vinstmarginalen för hela perioden 1955–67 tillämpats för framskrivningen. Ingendera av de två alternativen förefaller utan vidare acceptabla som en framtidsbeskrivning och det är svårt att motivera mellanalternativet på annat sätt än att det representerar ett medelvärde. De numeriska kalkyler, som kan byggas på de två alternativen, bör dock dels kunna tjäna som hållpunkter för en fortsatt diskussion, dels fungera som en standardiseringsnorm för att bland annat jämföra konsekvenserna av olika antaganden om betalningsvillkoren. Det bör observeras att det pessimistiska alternativet trots allt ger en mer optimistisk framtidsbild än den situation som rådde under åren 1966 och 1967.

Framskrivningen har utförts separat för vart och ett av de sex varven, varvid individuella bruttovinstmarginaler framräknats.

En sak, som måste beaktas, är att prognoskalkylen ej tillåter några alternativ vad beträffar möjligheterna att transformera om fartygspriser i mer fördelaktiga kreditvillkor och vice versa.

För att erhålla ett mått på omfattningen av det framtida företagssparandet (plow-back) skall ränteintäkter och utdelningar på aktier och andelar adderas till bruttovinsten samt räntekostnader, skatter och beslutade utdelningar subtraheras; allt enligt uppställningen i tabell B: 6. Till detta skall egentligen adderas en post »extraordinära intäkter» (netto). De dominerande komponenterna i den-

¹ Observera härvid att i detta belopp även ingår förändringen i innehavet av förskottsväxlar för *pågående* fartygsnybyggen samt förändringen i kontrakterade anläggningar och material. Se kommentaren till tabell B: 3.

² G. Eliasson, *Industrifinansieringen perioden 1950–1970 – kartläggning och prognos*, (IUI) Stockholm 1967.

na post har historiskt visat sig vara olika subventionsinslag som koncernbidrag och direkta statliga subventioner (Uddevallavarvet) över vilka vi inte har någon som helst förhandskontroll i en kalkyl som denna. Vi bortser därför helt från dem; dvs. vi utför kalkylen under antagandet att de fortsättningsvis inte kommer att förekomma.

Varvens skattekostnader har av förklarliga skäl legat mycket lågt under 1960-talet om man bortser från att den slutliga utgången av ett skattemål för ett av de stora varven under några år innebar en för detta varv under rådande vinstförhållanden exceptionellt stor skattepost.

Framskrivningen av såväl skatter som utdelningar har tillgått så att medelvärden för 1962–67 respektive 1955–67 har tillämpats varje år i det pessimistiska fallet respektive mellanalternativet. Förfarandet är alltför grovt för att vara tillfredsställande, men det faktum att den stora osäkerhetskällan ligger i valet av vinstalternativ gör att en ytterligare förfining av denna detalj ej kan motiveras med en ökad grad av precision vad gäller framskrivningen av bruttosparandet. Observeras bör dock att prognosmodellen ej medger några alternativ vad gäller avvägningen mellan utdelningar och »plow-back».

Bestämningen av räntenettots storlek måste *varje år* under prognosperioden ske simultant med bestämningen av upplåningens storlek och den relevanta räntesatsen. Detta beskrivs nedan.

Prognosens kausala struktur

Prognoskalkylen bygger alltså på följande kausala planeringsstruktur; på grundval av en bedömning av den framtida marknadsutvecklingen har varvsföretagen kommit fram till en numeriskt bestämd »tillväxtplan» innefattande för det första en långsiktig produktionsplan och för det andra en plan över den för produktionsplanens realiserande nödvändiga kapacitetstillväxten, dvs. i praktiken en investeringsplan. Vi antar att detta är innebörden av de uppgifter som inlevererats till långtidsutredningen (LU).

För såväl verkställandet av produktionsplanen som försäljningen av de fartyg som produceras krävs ett visst omsättningskapital. Detta domineras av fartygsfordringarna. Omsättningskapitalets storlek antas bero av försäljningens storlek, varvid framskrivningen av kassa- och lagerhållning bygger på ett enkelt proportionalitetsantagande. Vad framskrivningen av beståndet av fartygsfordringar beträffar så har i alla prognosalternativ utom ett antagits att »Paris-överenskommelsens» paragrafer i huvudsak kommer att följas. En viss korrigering för en normal andel kontantbetalningar har dock gjorts. Investeringsplanen plus den för produktionsplanens realiserande nödvändiga uppbyggnaden av omsättningskapitalet ger det totala finansieringsbehovet.

Produktionsprognosen har även använts för en framskrivning av de sex varvens bruttovinster. Två alternativa vinstmarginalantaganden har härvid tillämpats – ett pessimistiskt alternativ och ett mellanalternativ. Det har härvid underförståtts att en förväntan eller ett antagande om vinstutvecklingen även legat till grund för den till LU inlevererade produktions- och investeringsplanen fram till 1975. Denna plan i sig synes ej innefatta några som helst kapacitetsutvidgande investeringar. Om denna plan kan anses representera vad företagen bedömer som en realistisk plan för framtiden har man samtidigt anledning att förmoda att som grund för planen ligger vinstförväntningar som i första hand ansluter sig till det pessimistiska alternativet.

Efter avdrag (från bruttovinsten) av beräknade skatter och utdelningar samt räntekostnader netto erhålls ett mått på internfinansieringens omfattning. Totala finansieringsbehovet minus den beräknade internfinansieringen ger den nödvändiga upplåningen som ett »gap». Om produktions- och försäljningsplanen skall klaras måste också detta gap slutas. Det bör härvid observeras att ränte-

kostnadernas storlek beror av både räntan och utestående lånestock. Räntekostnaden dras från vinsten för att ge sparandet som i sin tur bestämmer upplånings storlek, dvs. över tiden räntekostnaderna. Olika antaganden om skuldräntan ger därför (allt annat lika) olika stor skuldsättning. Slutligen är det väsentligt att komma ihåg att *lånegapet representerar den nödvändiga nettoökningen i totalt utestående lån. Bruttoökningen – som är den ur kreditmarknadspolitisk synpunkt intressanta storheten – innefattar även refinansiering av redan utestående lån, som förfaller till betalning.*

Prognosen – några simuleringsalternativ

Här nedan skall de antaganden som ligger till grund för prognoskalkylerna presenteras.

Förutom de generella antaganden, som angivits i de omedelbart föregående avsnitten, gäller i samtliga kalkylalternativ nedan utom det sista följande antaganden angående låneräntan. På ingående lånestock år 1968 tillämpas den medelräntesats på utestående lån, som registrerats för de sex varven år 1967. På varje förändring i denna lånestock (uppåt eller neråt) år från år räknas en ränta på 7 procent. Denna räntesats ligger väsentligt över den beräknade medelräntan 1967. Till en del kan detta bero på att totala skuldbeståndet ultimo 1967 i den statistik vi har till vårt förfogande innehåller komponenter som ej är räntebärande (jfr kommentarerna till tabellerna B: 2 och B: 3). En kalkyl på internt material för fem av de största varven i gruppen antyder dock att medelräntan på lån upptagna på den inhemska *organiserade* kreditmarknaden och utomlands låg på cirka 6½ procent nämnda år (1967). Den prognosmetod vi använder oss av gör att de förändringar från år 1968 ingående lånebelopp, som beräknats, väsentligen är att hänföra till denna kategori, varför vi kan tala om en approximativ marginalkalkyl i detta avseende. Bristande statistiskt underlag omöjliggör en mer nyanserad behandling av denna viktiga detalj.

Prognoskalkyl A bygger på antagandet att de prisnivåer som etablerats under 1969 förblir konstanta prognosperioden ut. Medelvärden av registrerade bruttovinstmarginaler för perioden 1962–67 tillämpas för beräkning av bruttovinsten under prognosperioden (det pessimistiska fallet). 1967 års medelskuldränta tillämpas på prognosperioden. I övrigt är kalkylantagandena de, som redan beskrivits.

Prognoskalkyl B bygger på samma antaganden som kalkyl A, med den skillnaden att de högre registrerade bruttomarginalerna för hela den historiska perioden 1955–67 projiceras framåt för beräkning av bruttovinsten (mellanalternativet).

Prognoskalkyl C är identisk med A med den skillnaden att priset på produkter och kapitalvaror antas stiga med 3 procent varje år fr. o. m. 1970. Bruttovinstmarginalen antas opåverkad av prisstegringen. Prisstegringsantagandet gäller leveranserna i anslutning till kontrakt som tecknats tidigare och kan anses grovt illustrera den successiva »utmognaden» av de höjda priser som gäller för kontrakt tecknade fr. o. m. 1969 om tendensen fortsätter prognosperioden ut.

Prognoskalkyl D är en variation på kalkyl B på så sätt att kostnadsstegringarna (löpande kostnader) är av samma storleksordning som prisstegringarna i procent räknat men antas följa prisstegringarna med ett års eftersläpning. Detta innebär med andra ord en marginalförbättring för varvsföretagen.¹

¹ *Exempel* (Marginalantagande 10 procent):

Försäljningsvärde:	år 1	år 2	år 3	år 4
a) fastprisfallet	1 000	1 000	1 000	1 000 ...
b) prisstegringsalternativet	1 000	1 030	1 060	1 091 ...

Prognoskalkyl E illustrerar effekten av en förändring i betalningsterminerna; det förutsätts att kontantandelen höjs från 20 till 50 procent och att resterande belopp liksom i alla tidigare alternativ betalas tillbaka med en åttodel varje år. Detta antas ske fr. o. m. 1970. Man kan även tänka sig detta fall som en illustration till en överföring av refinansieringen till Sverige, varvid ett svenskt kreditinstitut diskonterar en växel på 30 procent av fordringsbeloppet. För enkelhets skull antar vi att diskonteringen innebär att kreditinstitutet utan provision övertar växeln på samma villkor som företaget innehaft den. En eventuell räntedifferens gentemot det inhemska ränteläget tillgodogörs eller bärs av kreditinstitutet. Det räntenetto som härrör från de 30 procenten av fordringsbeloppet försvinner därmed från varvens vinst- och förlusträkning. Konsekvenserna för den svenska betalningsbalansen av ett dylikt kreditarrangemang har redan antytts i avsnitt II. Bortsett från dessa kreditarrangemang är prognoskalkyl E identisk med de antaganden som införts i prognoskalkyl C (3 procent prisstegring och det pessimistiska marginalalternativet). Jämförelsen av kreditarrangemangets konsekvenser bör därför göras med kalkyl C.

Prognoskalkyl F slutligen ger konsekvenserna av en enprocentig sänkning av skuldräntan på marginella lån (från 7 till 6 procent) från och med 1970. I övrigt är antagandena identiska med de som gäller för kalkyl C med vilken också konsekvenserna skall jämföras.

Prognosresultaten¹

Prognosresultaten överensstämmer i stort med de slutsatser varje läsare antagligen redan intuitivt dragit från föregående avsnitts empiriska analys och de antaganden, som specificerats ovan.

Vi börjar med *kalkyl A*. Den svaga, planerade produktionsökningen gör, trots det låga marginalantagande som gäller för det pessimistiska fallet att bruttovinsterna en bit in på 1970-talet förmår ge ett mindre överskott över kalkylerade avskrivningar och att en förbättring i detta avseende därmed inträffar i förhållande till 1960-talets senare hälft. Till en mindre del beror detta resultat på att de varv som haft de högsta bruttomarginalerna perioden 1962–67 också planerat en något starkare produktionsökning till 1975. Vinstberäkningarna har nämligen utförts individuellt för varje varv.

Den lågt planerade produktionsstillväxten gör samtidigt (dvs. under fastprisantagandet) att (netto)upplåningsbehovet successivt avtar mot 1970-talets mitt. Även om ökningstakten i utestående fordringsbestånd avtar, så krävs dock fortfarande en ökning i nettoupplåningen på något över en miljard kronor mellan 1970 och 1975. Det måste också kommas ihåg att detta är en nettoupplåning. Till detta skall adderas en omfattande refinansiering av under prognosperioden till betalning förfallande skulder. Som framgår av tabell B:7A täcker internt genererade medel en mycket liten del av det totala finansieringsbehovet. De ökande räntekostnaderna mot prognosperiodens slut gör att bruttosparandet blir negativt sista året.²

Även om rörelsevinsterna förbättras svagt från stora förluster till obetydliga

¹ Vid de arbetskrävande beräkningar som ligger till grund för prognosresultaten har jag haft stor hjälp av fil. kand. Jan Alm.

² Jfr tabell B:6 där bruttosparandets komponenter angivits för den historiska perioden 1955–67.

Kostnader:

a) fastprisfallet	900	900	900	900...
b) prisstegringsfallet utan eftersläpning	900	927	954	981...
c) prisstegringsfallet med eftersläpning	900	900	927	954...
Bruttomarginal i eftersläpningsfallet	10,0 %	12,6 %	12,6 %	12,6 %

vinster så inträffar en motsatt utveckling av resultatet på kreditrörelsen. Efter-
släpande ränteförluster på kreditkontrakt, som tecknats sedan 1960-talets mitt re-
sultater i successivt allt större förluster, som mer än väl neutraliserar det magra
resultatet från den löpande produktionsverksamheten. Totalresultatet (nettovinst
+ räntenetto) utgör därför omfattande förluster, som resulterar i en negativ av-
kastning på eget kapital under hela prognosperioden. Att den negativa netto-
avkastningen ökar under tiden beror naturligtvis på den i tabellen redovisade
ökningen av totalförlusten (kolumn 6). Det bör dock anmärkas att så sker trots
att de successiva förlusterna innebär en successiv uppätning av det egna kapitalet;
dvs. även räntabilitetsmåttets nämnare minskar.

Kalkyl B (tabell B: 7B) som bygger på det mer optimistiska marginalantagan-
det ger en något ljusare bild av varvens framtid. En betydande och ökande
nettovinst uppstår, som under antagandet att praktiskt taget alla vinstmedel netto
plöjts tillbaka i varven påtagligt minskar externfinansieringsbehovet. Totala upp-
låningsbehovet 1970-75 inskränker sig till drygt 1/2 miljard kronor och för det
fall produktionsnivån förblir konstant bortom 1975 och marginalantagandet
fortfar att gälla kommer varvsföretagen i stort att år 1975 ha uppnått ett »fort-
varighetstillstånd», där ingen ytterligare nettoupplåning behöver äga rum.

Inte ens under detta alternativ ger dock räntenettet positiva bidrag under
1970-talet. Fartygskreditgivningen är av samma omfattning som i kalkyl A och
därmed även ränteintäkterna. Den ökade internfinansieringen håller dock nere
upplåningen och därmed räntekostnaderna, varför ränteförlusterna sänks avse-
värt jämfört med kalkyl A. Nettovinsten täcker mer än väl ränteförlusterna och
den kalkylerade avkastningen på eget kapital blir klart positiv om än otillfreds-
ställande; cirka 4 procent i medeltal.

I *kalkyl C* (tabell B: 7C) återgår vi till det pessimistiska marginalalternativet
och studerar konsekvenserna av en 3-procentig årlig höjning av priset på var-
vens produkter och kapitalvaror fr. o. m. 1970. Prishöjningarna »blåser upp» alla
poster av typen vinster, ränteintäkter, kostnader, upplåningsbehov etc. jämfört
med resultaten från kalkyl A (tabell B: 7A). Eftersom såväl produktionskapi-
talet (K^R enligt vår tidigare terminologi) som bruttovinst och avskrivningar på-
verkas (approximativt) likformigt av inflationen kommer avkastningen på pro-
duktionsverksamheten ($R^R = \frac{\text{Nettovinsten}}{K^R}$) att i stort förbli opåverkad av pris-
stegringarna. Eftersläpande vinst- (eller snarare förlust-) hemtagningar på kre-
ditrörelsen kommer att nedvärderas relativt dagens resultat. Eftersläpande ränte-
förluster värderade till historiska priser blir därför lägre relativt dagens netto-
vinster från rörelsen.

Denna effekt får dock ej tillfälle att göra sig gällande under kalkyl C:s an-
taganden utan uppvägs mer än väl av det faktum att räntedifferensen på skuld-
sidan nu tillämpas på ett större, inflaterat skuldnetto. Såväl ränteförlusten som
nettovinsten efter avdrag för räntor antar avsevärt större negativa värden än i
kalkyl A. Det faktum att avkastningen på eget kapital ligger kvar på samma
nivå beror på att även det egna kapitalet på grund av vår beräkningsmetod räknas
upp av inflationen. Läsaren bör observera hur kraftigt prishöjningarna påverkar
beståndet av fartygsfordringar. Jämfört med kalkyl B fördubblas i stort sett det
totala finansieringsbehovet och skillnaden blir större allteftersom åren går. Detta
kraftiga genomslag av inflationen beror naturligtvis på den låga kontantandelen i
kombination med att amorteringarna på utestående fartygsfordringar härrör från
en historisk period på åtta år. Inflationen medför att upplåningsbehovet stiger
avsevärt jämfört med motsvarande fastpriskalkyl; till drygt 2 miljarder kronor
1970-75.

Kalkyl D (tabell B: 7D) var en variant på kalkyl C. Marginalantagandet är
det pessimistiska med den skillnaden att inflationen slår igenom i kostnadssteg-

Tabell B: 7A. Prognoskalkyl A, det pessimistiska marginalalternativet, fastprisprognos (1969 års priser) 1968—75.

(Table B: 7A. Projection A, 1968—75, the pessimistic profit alternative, fixed prices forecast (in 1969 prices))

År	Brutto- vinst	Netto- vinst	Ränte- intäkt inkl. utdel- ningar	Ränte- kost- nad	Ränte- netto (3)-(4)	Netto- vinst + ränte- netto (2)+(5)	Avkast- ning på eget kapital =RE (%)	Brutto- spa- rande	Totalt finan- sierings- behov	»Låne- gap» (netto)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1968	87	—5	199	195	4	— 1	—0,1	66	542	476
69	89	—5	209	228	—19	—24	—1,3	45	422	377
70	88	—8	223	255	—32	—40	—2,2	31	315	284
71	90	—4	235	275	—40	—44	—2,5	25	296	271
72	91	—1	242	294	—52	—53	—3,2	14	276	262
73	93	4	256	312	—56	—52	—3,2	12	252	240
74	95	8	265	329	—64	—56	—3,7	6	251	245
75	96	10	273	346	—73	—63	—4,4	—2	229	231

Antaganden:

Kolumn:

- (1) Bruttovinstmarginalen är densamma (i medeltal) för åren 1968—75 som för åren 1962—67. (*Det pessimistiska fallet.*) Bruttovinsten är definierad efter avdrag för allmänna administrationskostnader.
- (3) Beräkningen av ränteintäkter bygger på »Paris-överenskommelsen» 1969 efter en grov korrigerig för kontantbetalningar grundad på tidigare års erfarenheter.
- (4) 7 procents skuldränta har räknats på varje förändring i stocken utestående skulder från 1968 års ingångsvärden 1968—75. På detta ingångsvärde har 1967 års medelskuldränta tillämpats varje år 1968—75.
- (7) Eget kapital har som i tabell B: 3 beräknats residualt efter kumulering av de flow-värden (nettoförändringar) som uppskattats för ovanstående prognoskalkyl.
- (8) Bruttosparandet = bruttovinsten + räntenettet — beräknade skattekostnader och utdelningar. Extraordinära intäkter och kostnader, inklusive subventioner och koncernbidrag (de dominerande posterna) har satts lika med noll. Lagerreservens förändring har också satts lika med noll.

ringar först med ett års eftersläpning. En avsevärd vinsthöjning inträffar således och även ränteförlusterna minskar något på grund av den minskade upplåningen. Avkastningen på eget kapital blir positiv men stannar på cirka 1 procent.

I kalkyl E (tabell B: 7E) beskrivs ett fall där kontantandelen vid kontraktskrivningen höjs från 20 till 50 procent utan att kontraktspriserna påverkas (bruttovinstmarginalerna är desamma som i alternativ C). Detta kan tänkas ske spontant på marknaderna för varvens produkter. Det kan också tänkas ske via ett medvetet politiskt beslut på så sätt att exempelvis en hittills stängd inhemsk kapitalmarknad med lägre räntesatser än den internationella och lika med kontraktsräntan öppnas för varvens refinansiering eller att ett räntebidrag tillskjuts så att motsvarande resultat uppnås samt att 30 procent av finansieringen därigenom kan överlätas på ett »fristående institut». Underförstått är att det räntenetto, som tidigare hänförde sig till ökningen i kontantandelen (30 procent av kontraktsbeloppet) blir noll. 3 procents prisstegringstakt antas och jämförelsen skall ske med alternativ C (tabell B: 7C). Resultatet blir de första åren (1970 och 1971) en mindre ökning av ränteförlusten därför att en del av ränteintäkterna faller bort medan eftersläpande räntekostnader fortfarande väger tungt. Därefter inträffar en

Tabell B: 7B. Prognoskalkyl B, mellanalternativet, fastprisprognos (1969 års priser) 1968—75.

(Table B: 7B. Projection B, the middle profit alternative, fixed prices forecast (in 1969 prices))

År	Brutto- vinst	Netto- vinst	Ränte- intäkt inkl. utdel- ningar	Ränte- kost- nad	Ränte- netto (3)-(4)	Netto- vinst + ränte- netto (2)+(5)	Avkast- ning på eget kapital =RE (%)	Brutto- spa- rande	Totalt finan- sierings- behov	»Låne- gap» (netto)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1968	188	96	199	195	4	100	4,9	145	542	397
69	191	97	209	223	-14	83	4,0	130	422	292
70	193	97	223	243	-20	77	3,7	126	315	189
71	198	104	235	256	-21	83	3,9	130	296	166
72	201	109	242	268	-26	83	3,8	128	276	148
73	205	116	256	278	-22	94	4,3	136	252	116
74	210	123	265	287	-22	101	4,5	141	251	110
75	214	128	273	294	-21	107	4,6	146	229	83

Antaganden:

Kolumn (1) Bruttovinstmarginalen är densamma (i medeltal) för åren 1968—75 som för åren 1955—67. (Mellanalternativet.) Bruttovinsten är definierad efter avdrag för allmänna administrationskostnader.

Kolumnerna (3), (4), (7) och (8) se tabell B: 7 A.

avsevärd reducering av det negativa räntenettet även om förlusterna på kreditrörelsen fortfarande är stora. Den negativa avkastningen på eget kapital avtar kraftigt i absoluta mått i stället för att öka som i fall C. Fortfarande registreras dock en avsevärd förlust sista prognosåret. Bruttosparandet höjs väsentligt samtidigt som totala finansieringsbehovet minskar. Resultatet blir en mindre avveckling (netto) av utestående lån mellan 1970 och 1975.

Kalkyl F (tabell B: 7F) avser att illustrera varvsindustrins räntekänslighet. Marginalräntan sänks från 7 till 6 procent. I övrigt är antagandena desamma som i kalkyl C. Effekten blir en omedelbar sänkning av ränteförlusterna med i stort en tredjedel och resultatet slår igenom på lönsamheten som en höjning av avkastningen på eget kapital av ungefär samma storleksordning som marginalräntesänkningen; dvs. med en procent.

Det bör slutligen påpekas att i en ytterligare kalkyl som utförts visade det sig krävas en *marginalräntesänkning på 3 procent från utgångsläget 7 procent för att i stort nollställa räntenettet.*

Detta resultat anges av den anledningen att diskussion kan uppstå om den relevanta marginalräntans nivå och om de lånebelopp den bör tillämpas på samt den beräkningsmetod som bör användas för att man skall kunna tala om en marginalkalkyl. I fallet med en 3-procentig »marginalräntesänkning» blir nämligen den nya marginalräntan endast obetydligt högre än den medelskuldränta, som beräknats för år 1967 på totala stocken utestående skulder inklusive ej räntelöpande lån, förskottsväxlar för pågående fartygsbyggen etc. (Se kommentarerna till tabell B: 3.) Den kommentar, som härvid kan göras, är att kalkylproceduren är relativt okänslig för omtolkningar av den typen att marginalräntan i själva verket är högre men den bas den bör beräknas på mindre än vad som angivits genom beräkningsproceduren. En marginalränta i utgångsläget på

Tabell B: 7C. Prognoskalkyl C, det pessimistiska marginalalternativet, 3 procents årlig prisstegring antagen fr. o. m. 1970, 1968–75.

(Table B: 7C. Projection C, the pessimistic profit alternative, 3 percent annual price rise assumed as from 1970)

År	Brutto- vinst	Netto- vinst	Ränte- intäkt inkl. utdel- ningar	Ränte- kost- nad	Ränte- netto (3)-(4)	Netto- vinst + ränte- netto (2)+(5)	Avkast- ning på eget kapital =RE (%)	Brutto- spa- rande	Totalt finan- sierings- behov	»Låne- gap» (netto)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1968	87	-5	199	195	4	-1	-0,1	66	542	476
69	89	-5	209	228	-19	-24	-1,2	45	422	377
70	91	-8	225	255	-30	-38	-1,9	36	404	368
71	95	-4	239	280	-41	-45	-2,2	29	427	398
72	99	-1	256	308	-52	-53	-2,6	22	450	428
73	105	4	272	338	-66	-62	-3,1	14	466	452
74	110	8	289	370	-81	-73	-3,8	4	502	498
75	114	12	306	405	-99	-87	-4,6	-10	515	525

Antaganden: Kolumnerna (1), (3), (4), (7) och (8) se tabell B: 7 A. Omsättningen har räknats upp med en 3-procentig årlig prisstegring till skillnad från kalkyl A, där prisnivån antagits förbli oförändrad fr. o. m. 1969.

Tabell B: 7D. Prognoskalkyl D, 3 procents prisstegring men eftersläpande kostnadshöjningar 1968–75.

(Table B: 7D. Projection D, 3 percent price rise but with cost increase lagging)

År	Brutto- vinst	Netto- vinst	Ränte- intäkt inkl. utdel- ningar	Ränte- kost- nad	Ränte- netto (3)-(4)	Netto- vinst + ränte- netto (2)+(5)	Avkast- ning på eget kapital =RE (%)	Brutto- spa- rande	Totalt finan- sierings- behov	»Låne- gap» (netto)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1968	87	-5	199	195	4	-1	-0,1	66	542	476
69	89	-5	209	228	-19	-24	-1,2	45	422	377
70	155	56	225	255	-30	26	1,2	100	404	304
71	161	62	239	276	-37	25	1,1	99	427	328
72	165	65	256	299	-43	22	1,0	97	450	353
73	175	74	272	324	-52	22	1,0	98	466	368
74	185	83	289	349	-60	23	1,0	100	502	402
75	193	91	306	378	-72	19	0,8	96	515	419

Antaganden: Samma som i kalkyl A med den skillnaden att omsättningen räknats upp med en 3-procentig årlig prisstegring och likaså löpande kostnader. De 3-procentiga höjningarna av kostnaderna inträffar dock först med ett års eftersläpning. En engångshöjning av bruttovinstmarginalen uppnås.

Tabell B: 7E. *Det pessimistiska marginalalternativet, 3 procents prisstegring, höjning av kontantandelen från 20 till 50 procent 1968–75.*

(Table B: 7E. *The pessimistic profit alternative, 3 percent price rise, increase of cash proportion from 20 to 50 percent*)

År	Brutto- vinst	Netto- vinst	Ränte- intäkt inkl. utdel- ningar	Ränte- kost- nad	Ränte- netto (3)-(4)	Netto- vinst + ränte- netto (2)+(5)	Avkast- ning på eget kapital $=RE$ (%)	Brutto- spa- rande	Totalt finan- sierings- behov	»Låne- gap» (netto)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1968	87	-5	199	195	4	-1	-0,0	66	542	476
69	89	-5	209	228	-19	-24	-1,2	45	422	377
70	91	-8	203	255	-52	-60	-3,0	14	-196	-210
71	95	-4	197	240	-43	-47	-2,4	27	-119	-146
72	99	-1	195	230	-35	-36	-1,8	39	-39	-78
73	105	4	193	224	-31	-27	-1,3	49	34	-15
74	110	8	195	223	-28	-20	-1,0	57	135	78
75	114	12	199	229	-30	-18	-0,9	59	209	150

Antaganden: Desamma som i kalkyl C med den skillnaden att kontantandelen höjs från 20 till 50 procent. Återstående belopp återbetalas på 8 år.

Tabell B: 7F. *Prognoskalkyl F, det pessimistiska marginalalternativet, 3 procents prisstegring, sänkning av marginal (skuld)räntan med 1 procent 1968–75.*

(Table B: 7F. *Projection F, the pessimistic profit alternative, 3 percent price rise, reduction of marginal interest (on debt) by 1 percent*)

År	Brutto- vinst	Netto- vinst	Ränte- intäkt inkl. utdel- ningar	Ränte- kost- nad	Ränte- netto (3)-(4)	Netto- vinst + ränte- netto (2)+(5)	Avkast- ning på eget kapital $=RE$ (%)	Brutto- spa- rande	Totalt finan- sierings- behov	»Låne- gap» (netto)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1968	87	-5	199	195	4	-1	-0,1	66	542	476
69	89	-5	209	224	-15	-20	-1,0	49	422	373
70	91	-8	225	246	-21	-29	-1,4	45	404	359
71	95	-4	239	267	-28	-32	-1,6	42	427	385
72	99	-1	256	291	-35	-36	-1,8	39	450	411
73	105	4	272	315	-43	-39	-1,9	37	466	429
74	110	8	289	341	-52	-44	-2,2	33	502	469
75	114	12	306	369	-63	-51	-2,5	26	515	489

Antaganden: Samma som i kalkyl C med den skillnaden att marginalkostnadsräntan sänkts med 1 procent.

Tabell B: 8. Amorteringsplan för stocken utestående utländska banklån och obligationslån (svenska och utländska) hos de fyra största varven per den 1 juli 1969, milj. kr.

(Table B: 8. Amortization plan for outstanding foreign bankloans and bonds (Swedish and foreign) per July 1, 1969, the four largest yards. In million Swedish kronor)

	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	Summa 1969—88
Utländska banklån och obligationslån	678	76	56	56	56	56	56	1 370

Källa: Varvskommitténs sekretariat.

9 procent skulle då återigen behöva sänkas till 6 procent för att den löpande ränteförlusten skall elimineras. För det fall återigen att basen är densamma som i kalkylexempel F men att marginalräntan i själva verket är högre än 7 procent blir naturligtvis den sänkning som krävs för ränteförlustens nollställning större än 3 procent. Det finns tecken som tyder på att detta fall kan vara aktuellt exempelvis för år 1969 där den 1/7 1969 en medelränta på utestående lån på den organiserade inhemska kreditmarknaden och motsvarande internationella marknad på nästan 8 procent beräknats på internt material från fem av de sex varven (de största). Motsvarande läge år 1967 var, som redan nämnts, 6½ procent. Tyvärr tillåter ej existerande statistik en närmare nyansering på denna punkt.

Bruttoupplåningen

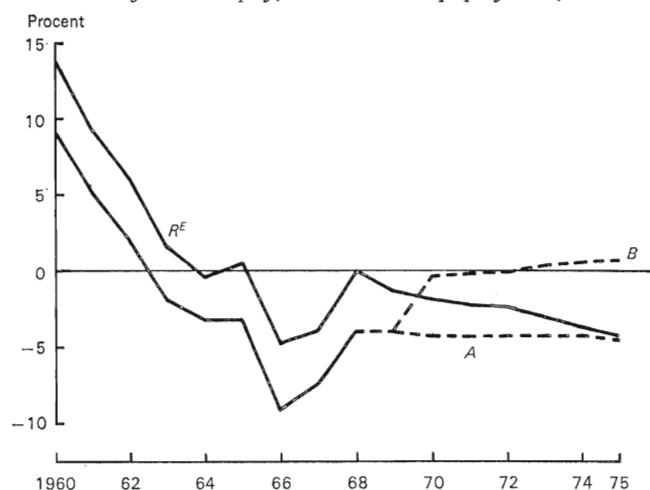
De tidigare prognoskalkylerna över varvens krav på den organiserade kreditmarknaden har gällt deras nettoupplåningsbehov. Det har redan påpekats att det intressanta finansieringsmättet även bör innehålla de amorteringar på och den omsättning (refinansiering) av redan utestående lån, som erfordras för att vid prognosperiodens början ingående lånestock (nivå) skall kunna bibehållas. Inom varvskommitténs sekretariat har en separat beräkning i detta avseende gjorts från internt material från de fyra stora varven. Beräkningen gäller dock endast *utländska banklån* och *obligationslån* (svenska och utländska) och innebär därför en underskattning. Det visar sig härvid att av stocken obligationslån och utländska banklån den 1 juli 1969 skulle i stort sett halva beloppet och praktiskt taget alla utländska banklån åtminstone formellt omsättas eller amorteras av under år 1969. Detta illustreras av tabell B: 8.

För att en fullständig bild av varvens relationer med alla externa finansieringskällor skall erhållas bör dessa belopp naturligtvis adderas till prognosen över nettoförändringen i utestående lånestock.

Det synes dock rimligt att utgå ifrån att en inte obetydlig andel av de utländska banklån, som förfaller till betalning under år 1969, endast formellt är kortfristiga och avses att omsättas mer eller mindre automatiskt. En relativt mycket stor andel löper t. ex. på ett halvt år eller mindre. Det bör dock poängteras att tabell B: 8 fortfarande endast omfattar posterna 1, 2 och 5 i tabell B: 2, vilka år 1967 omfattade endast 30 procent av totalt utestående skulder. Det bör också tilläggas att tabell B: 8 för att bli meningsfull som ett komplement till prognoskalkylerna i själva verket förutsätter att de lån eller delar av lån som förfaller till betalning successivt binds för en period som sträcker sig bortom 1975. I annat fall står man varje år inför problemet att kalkylera en ny amorteringsplan för efterföljande år på grundval av de nya villkor, som gäller för de omsatta eller nyupptagna lånen.

Diagram B: 3. *Periodiserade lönsamhetsmått 1960—75, procent.*

(Diagram B: 3. *Rates of return on equity, revenues and costs property timed, 1960—75*)



Källa: R^E har hämtats från tabellerna B:4 och B:7C. I övrigt hänvisas till texten.

Periodisering av räntenettona

Som redan nämnts i avsnitt III s. 202 har ett försök gjorts att schablonmässigt periodisera räntenettet till den period där respektive fartygskontrakt tecknats eller förväntas komma att tecknas för hela perioden 1960–75. Prognoskalkyl C ligger till grund för beräkningarna. På grundval av uppskattade typvärden, som erhållits från Varvsindustriföreningen har räntedifferensen (negativ) antagits vara 1 procent åren 1960–62, 1,5 procent åren 1963–65, 2½ procent år 1966 och 2 procent åren 1967–68. Två procent har satts för 1969 och två alternativt 0 procent räntedifferens har därefter förutsatts gälla t. o. m. 1975. En 6-procentig diskonteringsfaktor har antagits för varje år. (Jfr diskussionen i avsnitt III s. 202 f.) Den sålunda beräknade periodiserade avkastningen på eget kapital har uppritats i diagram B: 3. R^E representerar här den skattning av avkastningen på eget kapital som erhållits i prognoskalkyl C (tabell B: 7C). Kurva A återger samma avkastning där räntenettet periodiserats på respektive kontraktsår. Resultatet blir en inte obetydlig sänkning av avkastningen på eget kapital för hela perioden 1960–69, ett förhållande som naturligtvis beror på att ränteförlusterna i det operierade fallet successivt spritts ut över en lång rad framföriggande år. Den stabilisering av räntedifferensen, som antagits fr. o. m. 1967 gör dock att de två avkastningsmått R^E och A närmar sig varandra mot prognosperiodens slut.

I alternativ B har antagits att räntedifferensen av en eller annan anledning blir noll, dvs. räntenettet noll, fr. o. m. 1970. Resultatet blir en höjning av avkastningen på eget kapital till i stort sett 0 procent. Täljaren i räntabilitetsmålet blir då fr. o. m. 1970 endast nettovinsten som den redovisats i tabell B: 7C (kolumn 2). Det kan nämnas att diskonterade ränteförluster i alternativ B i medeltal uppgår till 85 milj. kr per år perioden 1970–75. Det måste dock härvid tilläggas att valet av räntedifferenser bygger på mycket osäkra grunder. Det kan på grundval av det material, som tidigare redovisats, antas att angivna räntedifferenser inte representerar medelvärden för alla tecknade fartygskontrakt. Dels kan man

förmoda att medelräntan på utestående lånestock inte överstiger den ränta på $5\frac{1}{2}$ –6 procent som etablerats för fartygskontrakt sedan mitten på 1960-talet med hela 2 procent, dels gäller otvivelaktigt att mer förmånliga kreditvillkor ofta tecknats och kommer att tecknas. Ovan nämnda skattning på den diskonterade ränteförlusten innebär därför sannolikt en överskattning. I den mån dessa mer förmånliga villkor återspeglar sig som en sänkning av kontraktspriset skall detta förhållande i princip redan ha kommit till uttryck i bruttovinstprognosen. Denna bygger nämligen på ett underförstått antagande om att den relativa sänkning av bruttovinstmarginalens medeltal för den historiska perioden 1962–67, som beror av att mer förmånliga betalningsvillkor erhållits än gällande praxis, skall bli bestående även för prognosperioden.

Diskussion kring prognosens förutsättningar om produktions- och vinstutveckling

Prognosen stora problem ligger i att formulera en modell, som på ett tillfredsställande sätt anpassar sig till den verklighet man önskar studera. Vad modellens interna struktur beträffar finns det ingen anledning att tro att detta villkor inte skall vara uppfyllt. Detta har redan tidigare diskuterats. Som också redan tidigare påpekats hänför sig det stora tolkningsproblemet vid modellens användning för prognosbruk till vissa »exogena» ingångsantaganden. Detta gäller främst produktionsprognosen, vinstmarginalantagandet och antagandet om skuldräntans höjd. Vad de två sistnämnda antagandena beträffar har vi fått härleda konsekvenserna för lönsamhet och finansiering under ett flertal alternativ i detta avseende.

Eftersom produktionsprognosen bygger på material, som inlevererats till den nu pågående långtidsutredningen av företagen själva, har det dock funnits anledning att hålla sig till denna. De resultat, som framkommit ur prognoskalkylerna ger dock anledning till vissa reflexioner på denna punkt. Givet vad vi kallat det pessimistiska marginalalternativet och inga förändringar i kreditvillkoren kommer ett fullföljande av rapporterade produktionsplaner att resultera i en i det närmaste ohållbar finansiell situation för flera av de sex varven långt innan prognosperiodens slut. Denna situation kommer att inträffa snabbare hos en del varv än hos andra och det följer inte som ett helt självklart resultat att de varv som har den högsta produktionseffektiviteten och/eller de högsta avkastningsmåttan på eget kapital kommer att klara sig längst.

Det bör också nämnas att den formella modell som ligger till grund för prognoskalkylerna trots aggregeringen har sådana approximativa linearitetsegenskaper att det utan vidare torde framgå att en höjning av produktionstillväxten i förhållande till LU-prognosen under det pessimistiska alternativet med för varje varv *konstanta* vinstmarginaler varje år kommer att leda till ökade totalförluster och *vice versa*. Förlustresultatet torde, under de antaganden som i övrigt gäller för kalkylerna A och C, bestå även om varvens planer inneburit en inte obetydlig sänkning av produktionsnivån jämfört med ingångsläget år 1969. Vi har dock ej fullt ut kunnat genomföra den numeriska analys, som egentligen borde ha föregått ett sådant påstående. Om kalkyl A:s eller C:s förutsättningar vore de man räknade med för framtiden och den enda utgångspunkten för beslutsfattandet att minimera totalförlusterna återstod knappast något annat val än att omgående upphöra med en stor del av varvsproduktionen. Det har inte varit möjligt att empiriskt undersöka hur många varv detta gäller i kalkylerna A och C. I kalkyl B blir nämligen beslutssituationen en annan, och det är möjligt att samma beslutssituation gäller för några enskilda varv även i kalkylerna A och C. De produktionshöjningar utöver LU-prognosen, som i kalkylen B kan åstadkommas utan ökning av investeringsverksamheten eller till måttliga ökningar resulterar i ett förbättrat lönsamhetsläge trots förluster på kreditrörelsen. Man har därför an-

ledning att vänta sig att om man successivt höjer marginalantagandet från kalkyl A kommer man – innan man når fall B – att först nå ett läge där upphörande av stora delar av varvsproduktionen inte längre blir ett alternativ och sedan ett läge där en höjning av produktionsnivån utöver LU-prognosen åtminstone inte varje år ger ett negativt bidrag till totalresultatet. Det är alltså tydligt att det vinstmarginalantagande, som väljs, får avgörande konsekvenser för prognosresultaten. Detta, att bedömningen av den framtida marknadsutvecklingen är betydelsefull, är väl också ganska självklart.

Förutom på marknadsutvecklingen beror vinstmarginalen också på hur faktorpriser (löner etc.) och faktorinsatser samt produktiviteten utvecklar sig över tiden. Antagandet om en konstant bruttovinstmarginal hos det enskilda varvet, givet en fixerad produktions- och investeringsprognos bygger på ganska restriktiva förutsättningar om den framtida pris- och produktivitetens utvecklingen; något som vi tyvärr måste förbigå i denna framställning.¹

Den föregående diskussionen leder dock in på två problem, som ej bör förbigås onämnda. Antag för det första att de investeringsprognoser, som levererats till LU åtminstone fr. o. m. 1970, endast innehåller sådana reinvesteringar som är nödvändiga för att någon produktion överhuvudtaget skall kunna upprätthållas. Under detta antagande kommer en sänkning av produktionsnivån ej att tillåta en lägre bruttoinvesteringsverksamhet. Det hade då naturligtvis varit mycket intressant att kunna studera effekterna på resultatutvecklingen, och då i första hand vinstmarginalerna, under olika grader av kapacitetsutnyttjande. Sjunker eller stiger bruttovinstmarginalerna om kapacitetsutnyttjandet sjunker från någon normalnivå? Om marginalerna stiger påtagligt kan vi på grundval av vad som tidigare sagts föra ett argument som talar för att varvens vinstresultat förbättras om kapitalet till en del lämnas outnyttjat. I det motsatta fallet får man bilden av ett företag i en antingen-eller-position där förlusterna trots allt blir lägsta (om man nu skall fortsätta att producera) när produktionen hålls på en hög nivå relativt en viss installerad produktionskapacitet. En analys av detta problem kräver tillgång till en helt annan statistik än den vi har till vårt förfogande och problemets lösning torde vara långt ifrån självklar även om varvsföretagens beteende idag tyder på att antingen-eller-situationen är den enda relevanta.

Det andra problemet knyter naturligt an till denna diskussion. Låt oss tänka oss att de sex varven utgör sex »anläggningar» i ett stort varvsföretag; en beslutsenhet. Det skulle då vara av intresse att studera hur detta stora varvsföretags rörelseresultat och krav på externa finansiella resurser under olika marginalalternativ påverkades av att produktionen vid en eller flera »anläggningar» bragtes att upphöra. Genomförandet av en sådan numerisk analys är dock alltför arbetskrävande för att kunna inrymmas i denna studie.

V. Avslutning

En slutsats, som kan dras ur de kalkylfall, som redovisats i föregående avsnitt, är att det krävs en avsevärd förbättring av lönsamheten på varvens produktionsida för att varven skall komma i närheten av den lönsamhetsnivå, som exempelvis registrerats i verkstadsindustrin i medeltal under 1960-talets första hälft (jfr diagram B: 2). Inte ens en eliminering av ränteförlusten i kalkylfall B (mellanalternativet vad avser bruttovinstmarginalen) räcker för detta. I de pessimistiska marginalalternativen krävs för samma sak så väsentliga sänkningar av kostnads-

¹ Dessa problem har närmare behandlats i G. Eliasson, *Industrifinansieringen perioden 1950–1970 – kartläggning och prognos* (IUI) Stockholm 1967, s. 243–250.

räntorna att fallen ter sig skäligen akademiska. Det underförstås då hela tiden att »Paris-överenskommelsens» kreditvillkor följs.

Om man betraktar hela den studerade perioden 1955–75, dvs. även prognosperioden, kan man kanske urskilja fyra faser i varvens utveckling. Under den första fasan, som kan anses avslutad 1961 råder en exceptionellt god vinstkonjunktur där såväl produktionsverksamheten som kreditrörelsen bidrar till en avkastning på eget kapital som ligger väsentligt över medelvärdet för exempelvis verkstadsindustrin i övrigt.

Nästa period, som kan anses avslutad vid 1960-talets mitt, kännetecknas av en successiv, kraftig försämring av resultatet från den löpande produktionsverksamheten. Intäkterna från kreditrörelsen, dvs. från placeringar i goda fartygsfordringar eller i andra värdepapper förmår dock hålla totalresultatet positivt i stort sett till 1960-talets mitt.

Under den tredje perioden (1960-talets andra hälft) har kreditrörelsens arbetande kapital transformerats över i (relativt skuldräntorna) lågavkastande fartygsfordringar med den påföljden att »de bägge verksamhetsgrenarna» samverkar till, dvs. bägge ger, betydande förluster.

Den fjärde och sista fasan är hypotetisk och dess relevans undandrar sig författarens bedömning, men man kan tänka sig ett fall med en påtaglig förbättring av resultatet från produktionsverksamheten i kombination med en lång rad eftersläpande förlustår på kreditrörelsen på grund av den långsiktiga uppbindningen i relativt sett olönsamma investeringar i fartygsfordringar. Slutresultatet blir ändå en mycket låg avkastning på i rörelsen arbetande eget kapital.

De olika simuleringsfallen illustrerar med all önskvärd tydlighet hur känslig såväl varvens finansieringssituation som lönsamhet är även för små ränteförändringar på lånesidan. Vid oförändrade kontraktsvillkor vad gäller varvens kreditgivning krävs en avsevärd marginalförbättring på intäktssidan enbart för att neutralisera de eftersläpande ränteförluster som hänför sig till kreditkontrakt, som tecknats före 1970.

En enprocentig sänkning av kostnadsräntan på marginalen ger en enprocentig förbättring av avkastningen på eget kapital (prognosalternativ E). Sistnämnda resultat är inte svårt att inse om man betänker att ungefär 80 procent av totalt arbetande kapital är lånefinansierat. Den s. k. hävstångseffekten (»leverage») blir därför utomordentligt stark.

Det bör poängteras att denna situation är i det närmaste unik för varvsindustrin jämfört med övrig industri även om det finns tecken, som tyder på att liknande tendenser framdeles kan komma att göra sig gällande med ökad styrka för andra exportproducenter av tunga kapitalvaror. Detta kan i all synnerhet komma att inträffa om det blir vanligare, som t. ex. i Japan, att statsmakterna i olika länder gynnar sina exportindustrier med »dolda subventioner» (möjligheter till omfattande upplåning till låga räntor) på exportkreditsidan.

Även om denna terminologi normalt brukar reserveras för tillverkning som kräver omfattande punktinvesteringar i anläggningstillgångar och annan produktionsutrustning (stålverk etc.), kan man, med tanke på den hårda bindning som för närvarande gäller för varven på handelskreditgivningssidan, mycket väl tala om varven som en mycket »kapitaltung» industri vad konsekvenserna beträffar. Med den sektorsprioritering, som för närvarande praktiseras på den svenska kapitalmarknaden, har man anledning förmoda att denna är helt »otillräcklig» för en fullständig inhemsk refinansiering av varvsindustrin, även om denna industri på sikt kunde se fram emot en mycket hög lönsamhet och även om ingen hänsyn behövde tas till eventuella valutapolitiska konsekvenser. Begreppet otillräcklig skall då relateras till den dominerande andel varven härvid kräver av det totala kreditutbud på den organiserade marknaden, som efter reserveringar för prioriterade sektorer blir över för den privata sektorn.

Kvar står sedan det ytterligare faktum att varvens problem, som det kommit till uttryck under 1960-talets senare hälft, väsentligen är ett lönsamhetsproblem varur ett indirekt finansieringsproblem sedan kan härledas. Varje förändring till det bättre från det utgångsläge, som definieras av 1960-talets sista år måste primärt komma från en (vid varje given produktionsnivå) intäktshöjning eller kostnadsänkning *endera på produktionsidan eller i kreditrörelsen.*