

Den risikovillige kapital. ✓

Af P. P. SVEISTRUP ¹⁾

I

Der er i de senere år kommet et betydeligt antal driftsøkonomiske publikationer i de nordiske lande; i denne udvikling træder forskellige „ansigter“ tydeligere og tydeligere frem. Disse ansigter er ikke alene enkeltpersoner, men også forskningsinstitutter ikke mindst ved de forskellige Handelshøjskoler. Blandt disse har jeg ud fra mine særlige interesser og synspunkter særlig lagt mærke til Institutet ved Handelshøjskolen i Göteborg, hvis forskellige publikationer på det driftsøkonomiske områder har et fælles præg, som man vel uden vanskelighed kan føre tilbage til professor A. ter Vehn. Dette særpræg forekommer mig fremfor alt at kunne karakteriseres ved redelighed; de enkelte arbejder gør indtryk af at være gennemtænkt og gennemdrøftet, og mange mere fantasifulde skøn må antages at være skåret bort. Afhandlingerne får derved et mere jordbundet end fantasipåvirket præg. Der er måske nogle, der føler sig frastødt deraf, men der er i hvert fald andre, som møder disse publikationer med en ganske særlig interesse. Det er ud fra dette grundsynspunkt, at jeg skal gøre dr. merc. Asztély's afhandling om „Det riskvilliga kapitalets förvaltning“ til genstand for en lidt mere udførlig omtale end normalt i anmeldelser.²⁾

II

Forfatterens problemstilling er udpræget driftsøkonomisk. Det er den person, der påtager sig en risiko i erhvervslivet, der gøres til centrum. Der kunne også anlægges andre mere nationaløkonomisk prægede synspunkter, men jeg har intet at indvende imod det valgte synspunkt.

¹⁾ Kontorchef, lektor ved Københavns Universitet, cand. polit.

²⁾ Sandor Asztély „Det Riskvilliga Kapitalets Förvaltning“ Gumperts Förlag, Göteborg, 1955, 152 s. Pris: sv. kr. 10,-.

Gennem dette grundsynspunkt må forfatteren forkaste rentabiliteten, der i højere grad gør virksomheden som sådan til det centrale og direkte søge at måle den indskudte kapital og det udbetalte udbytte. Herved kommer man udenom de vanskeligheder, der skyldes skjulte reserver enten de nu er bevidst eller ubevidst dannede, og som, da de ikke kan gennemlyses til bunds, altid må danne en usikkerhedsfaktor.

Endvidere kommer man udenom alle problemer i forbindelse med at bestemme kapitalen som en tilbagediskontering af forventede fremtidige indtægter og altså uden om den kapital, der bestemmes af stemnings-svingninger samt den kapital, der fremkommer ved at kapitalisere mere eller mindre monopolistiske situationer på markedet.

Den risikovillige kapital er altså den kapital, der gennem tiden direkte er indbetalt til virksomheden, og forfatteren er meget omhyggelig med at klarlægge hvilken kapital, der faktisk i tidens løb kan siges at være indbetalt til det pågældende selskab. Forfatteren standser således ikke i sine bestræbelser for at finde den faktisk indbetalte kapital ved virksomhedens start, for så vidt den bygger på ældre virksomheder, men søger også at belyse disses kapital med hensyn til om en indbetaling faktisk også har fundet sted.

III

Den således beregnede kapital søges derefter gjort ensbenævnt ved at blive omregnet efter et pristal, og hertil må naturligt anvendes et engros pristal. Den således ensbenævnte kapital sættes derefter i forhold til det udbetalte udbytte. På dette punkt kan der gøres et par indvendinger af ganske væsentlig betydning.

For det første er kapitalejeren ikke udelukkende interesseret i, hvad der udbetales som udbytte, men han må faktisk også være interesseret i, hvad der henlægges (åbent eller skjult) som reserver, idet disse beløb er af betydning for fremtidige udbyttebetalinger og derefter også af direkte interesse for kapitalejeren. Det er forfatteren også ganske klar over, og han undskylder sig med, at det han lægger vægt på er det kortsigtede udbytte. Da ejeren kan sælge sine aktier, er betragtningen ikke helt tilfredsstillende.

For det andet forekommer det mig af interesse at sammenligne udbyttet, som den risikovillige kapital ejer, med det udbytte, den ville have fået, hvis den på det tidspunkt, hvor den købte aktierne, havde valgt at anbringe pengene risikofrit f. eks. ved at købe statsobligationer. Hvis man havde foretaget en sådan dobbeltregning, ville man have mulighed

for at beregne, hvad han har fået ud af at overtage den pågældende risiko. Det ville også have været ganske interessant.

IV

Større betænkelighed nærer jeg ved valget af den undersøgte periode, nemlig regnskabsårene 1950, 1951 og 1952. Forfatteren er ganske klar over, at det er udprægede højkonjunkturer for industrien ikke mindst som følge af situationen på verdensmarkedet og de gunstige konjunkturer for salget af svenske industriprodukter. Det naturlige ville have været, at man havde foretaget undersøgelser for år, der tilsammen havde belyst forholdene under en periode, der både var præget af højkonjunktur og depression f. eks. to højkonjunkturår og to depressionsår. Forfatteren undskylder sig med, at det ville have været for stort et arbejde, og ter Vehn er også klar over, at der her er en mangel og skriver i forordet, at der i fremtiden bør tages en tilsvarende undersøgelse op på en bredere basis.

Men når forfatteren er klar over, at der her er en mangel, ville det ikke have været uoverkommeligt at søge at karakterisere de pågældende årskonjunkturer mere i enkeltheder. Et beskedent bidrag hertil ville have været oplysning om en-gros pristallene indenfor de forskellige brancher, hvis forhold forfatteren gennem sine tal søger at belyse. I hvert fald er der her et område, som forfatteren bør have i erindring, såfremt han fortsætter og uddyber sit arbejde.

V

Betragter man dernæst de virksomheder, der er valgt som grundlag for undersøgelsen, har det været de 91 virksomheder, hvis kurser er noteret på Stockholms børs. Det er virksomheder, der tilsammen disponerer over en kapital på $3\frac{1}{2}$ milliard s. kr. og som beskæftiger ialt 260.000 mennesker, altså et meget betydeligt udsnit af svensk næringsliv og særlig svensk industri.

Men netop størrelsesordenen af de enkelte virksomheder medfører, at listen næppe kan betragtes som typisk. Det er klart, at det er tal, der er forholdsvis lette at nå til – ikke mindst er det af interesse, at de private storvirksomheder er udeladt –, men man kunne nok rejse spørgsmålet, om det ikke ville være muligt at anlægge en anden delingslinie f. eks. ved at forfatteren havde søgt at indskrænke sig til nogle få brancher, hvor man ville have fået mere at vide om f. eks. de institutionelle faktorer, der har præget branchens forhold netop i de undersøgte år. Noget

ville i hvert fald komme frem, som nu er skjult eller i hvert fald kun har været omtalt ganske utilfredsstillende.

Ud fra mine synspunkter ville det også have været af interesse, om der var foretaget en sammenligning med tilsvarende forhold i andre lande, og her er de skandinaviske lande af ganske særlig interesse. Dette ville måske nok føre til et større samarbejde og arbejdsdeling mellem skandinaviske forskningsinstitutter, men en sådan arbejdsdeling ville jeg også finde værdifuld af andre grunde.

VI

Betragter man dernæst de opnåede resultater, har forfatteren først foretaget en undersøgelse af udbyttepolitikken gennem 26 år for de to meget store virksomheder A/B Volvo og A/B Turik, og man får herigen- nem oplysning om den faktisk indbetalte kapital, denne omregnet efter index og i begge tilfælde udbyttet som procent. Det er en ganske inter- essant input-output analyse, men man må stadig have den begrænsede værdi i erindring (henlæggelse). Udviklingen er meget smukt illustreret i diagrammer s. 68.

Kommer man til hovedmaterialet er de 91 virksomheder delt i 12 erhvervsgrupper med mellem 2 og 22 virksomheder i hver. Ved en sådan underdeling med gennemsnitlig 7-8 virksomheder i hver, kommer til- fældigheder til at spille en så stor rolle, at det næppe er muligt at drage ret vidtgående slutninger. Den største interesse ligger i helhedsbilledet, hvorefter udbyttet i forhold til kapitalindsatsen omregnet efter index for alle årene og for samtlige virksomheder under eet ligger mellem 3 og 4 %, formentlig mindre end de fleste ville være tilbøjelige til at mene.

Ikke ringe interesse tillægger jeg også spredningen mellem de enkelte virksomheder og erhvervsgræne, men også her ville jeg foretrække et større materiale og helst også en længere periode.

VII

Vil man danne sig et mere indgående billede af den risikovillige ka- pitals udbytte indenfor svensk erhvervsliv, ville det have været af særlig interesse at få noget mere at vide om de institutionelle forhold, og forfatteren går da også noget nærmere ind på to specielle industri- grupper, på den ene side papirmasse, papir- og trævareindustri, og på den anden side den kemisk-tekniske industri. Der fremhæves visse sær-

lige forhold for de to industrigrupper, men selv for en dansk læser forekommer den institutionelle redegørelse ikke tilstrækkelig fyldig.

Forfatteren kommer i afsnit 8 ind på virksomhedsledelsens dispositioner og nævner en række af de store og meget betydningsfulde opgaver, som den øverste ledelse nødvendigvis må have og som den ikke kan overlade til tilkaldte specialister. Men når forfatteren særligt fremhæver, at den menneskelige faktor synes at være afgørende i det foreliggende tilfælde: ledelsens dygtighed og dømmeevne, så forekommer det mig at være mere præget af ønsketænkning end af noget, man kan slutte ud fra de foreliggende oplysninger.

Nogen stærkere baggrund er der vel nok for det sidste afsnit om fondsbørsen, hvor det fremhæves, at Børsen antagelig vil få nogen større betydning i fremtiden, idet frygten for inflation vil få nye købergrupper over fra obligationer til de mere værdifaste papirer som aktier er.

VIII

Den foreliggende undersøgelse af den risikovillige kapitalers stilling forekommer mig således ikke at være uden mangler, men den er alligevel værdifuld som begynderarbejde indenfor et område, hvor langt mere vidtgående og dybtgående undersøgelser er tiltrængt. Det må meget ønskes, at det driftsøkonomiske institut ved Handelshøjskolen i Göteborg vil se det foreliggende arbejde som en begyndelse til et større institutarbejde omfattende længere tidsperioder og så mange virksomheder, at man kan få forholdene indenfor en række brancher bedre belyst. Efter min opfattelse burde instituttet i Göteborg tage opgaven op som en skandinavisk undersøgelse eventuelt i samarbejde med institutter i Norge, Finland og Danmark.

Såvidt jeg kan skønne vil man kunne nå til meget interessante resultater, men først en virkelig grundig undersøgelse vil jo vise det.

Efter min opfattelse er der næppe nogen, der bedre end ter Vehn kan stilles i spidsen for et skandinavisk fællesarbejde på dette område.