

købers handlemåde følger en forklaring af den kursdannelse på obligationsmarkedet, som bliver resultatet af forskellige interessenters udbud af og efterspørgsel efter obligationer med forskellig løbetid. Endvidere er der kapitler om konjunkturændringer i effektiv rente og om obligations-sælgerens stilling.

Uldall-Hansens bog er nyttig dels ved at vise, at den omvendt U-formede rentekurve må være det normale, dels ved at anviser investorer en handlemåde, der er enkel og rationel, men som dog kræver en vis modifikation. Ingen større investor tør træffe alle sine investeringsbeslutninger ud fra en bestemt sigtrente. Det mere realistiske ville være at beskrive sigtrenten ikke ved et tal, men ved en sandsynlighedsfordeling. Svarende hertil vil obligationskøbene blive spredt på forskellige løbetider, således som det faktisk sker i praksis. Endvidere må handlemåden mere eller mindre skønmæssigt modificeres, således at der tages hensyn til forskelle i sikkerhed og konverteringsrisiko m. m., forhold, som er udeladt i den foreliggende bog, da stringent behandling heraf ville være blevet yderst kompliceret.

Knud Hansen.

Sandor Asztély: Internröntan som mått för bedömning av kapitalförvaltningens effektivitet. Gumperts förlag, Göteborg. 1959. 76 sider. Sv. kr. 8,00.

Dette arbejde fra Handelshögskolan i Göteborg er en naturlig fortsættelse af forfatterens 1955-arbejde om „Det riskvilliga kapitalets förvaltning“. I begge skrifter interesserer Asztély sig for aktiers afkastning set fra „den evige aktieejers“ synspunkt, altså for, hvad et selskabs aktionærer ialt i tidens løb indskyder eller udtrækker i kontante penge eller naturalier (f. eks. indskud af bestående virksomheder, udtræk af aktier i *andre* selskaber).

Fordelen ved denne metode er, at undersøgelsesresultaterne ikke påvirkes af

henlæggelser (synlige eller skjulte) eller af kursændringer i et begrænset tidsrum, men udelukkende af objektive, ikke-forbigående faktorer.

I 1955-skriftet var opgaven den mindre ambitiøse, men dog ikke helt lette opgave at måle 91 børsnoterede svenske selskabers aktionær-udbetalinger i de tre år 1951-53. Det var naturligvis en let sag at beregne, at udbetalingerne i 1953 udgjorde ialt 9,15 % af den nominelle aktiekapital. Denne skyldes imidlertid ikke alene indbetalinger og udlodninger, men også op- og nedskrivninger. I forhold til nettokapitalindbetalingerne i tidens løb udgjorde udbetalingerne 8,05 %. I forhold til den indeksregulerede kapitalindsats (altså nettoindbetalinger omregnet til 1953-kroner under hensyntagen til prisændringer siden hvert enkelt indbetalings- eller udtrækstidspunkt) udgjorde udbetalingerne („realrenten“) i 1953 3,66 %.

Selv om det var af betydelig interesse at få at vide, hvad aktionærerne i de tre år faktisk havde fået i kontanter *ikke* i forhold til nominal kapital eller dagskurs, men i forhold til faktiske indskud i tidens løb, så var resultatets værdi begrænset, fordi det kun omfattede tre år og derfor kunne være påvirket af forbigående konjunkturforskel, hvad indtjening, henlæggelser og dermed udbetalinger angik.

Derfor har det betydelig interesse, når Asztély nu forelægger en undersøgelse, hvor 12 selskabers ind- og udbetalinger fra og til aktionærer er fulgt fra selskabernes oprettelse indtil 1958 (for 2 selskabers vedkommende dog kun indtil deres ophør ved fusion med andre i 1956). De „evige aktionærer“s opnåede forrentning er beregnet under to alternative forudsætninger, idet ultimoværdien af aktierne er sat lig med henholdsvis 100 og 75 % af deres dagskurs på børsen. Det er iøvrigt også beregnet, hvad en aktionær ville have opnået ved at være med fra starten og indtil (i nogle tilfælde) hvert enkelt år siden 1932, da det har interesse

købers handlemåde følger en forklaring af den kursdannelse på obligationsmarkedet, som bliver resultatet af forskellige interessenters udbud af og efterspørgsel efter obligationer med forskellig løbetid. Endvidere er der kapitler om konjunkturændringer i effektiv rente og om obligations-sælgerens stilling.

Uldall-Hansens bog er nyttig dels ved at vise, at den omvendt U-formede rentekurve må være det normale, dels ved at anviser investorer en handlemåde, der er enkel og rationel, men som dog kræver en vis modifikation. Ingen større investor tør træffe alle sine investeringsbeslutninger ud fra en bestemt sigtrente. Det mere realistiske ville være at beskrive sigtrenten ikke ved et tal, men ved en sandsynlighedsfordeling. Svarende hertil vil obligationskøbene blive spredt på forskellige løbetider, således som det faktisk sker i praksis. Endvidere må handlemåden mere eller mindre skønmæssigt modificeres, således at der tages hensyn til forskelle i sikkerhed og konverteringsrisiko m. m., forhold, som er udeladt i den foreliggende bog, da stringent behandling heraf ville være blevet yderst kompliceret.

Knud Hansen.

Sandor Asztély: Internröntan som mått för bedömning av kapitalförvaltningens effektivitet. Gumperts förlag, Göteborg. 1959. 76 sider. Sv. kr. 8,00.

Dette arbejde fra Handelshögskolan i Göteborg er en naturlig fortsættelse af forfatterens 1955-arbejde om „Det riskvilliga kapitalets förvaltning“. I begge skrifter interesserer Asztély sig for aktiers afkastning set fra „den evige aktieejers“ synspunkt, altså for, hvad et selskabs aktionærer ialt i tidens løb indskyder eller udtrækker i kontante penge eller naturalier (f. eks. indskud af bestående virksomheder, udtræk af aktier i *andre* selskaber).

Fordelen ved denne metode er, at undersøgelsesresultaterne ikke påvirkes af

henlæggelser (synlige eller skjulte) eller af kursændringer i et begrænset tidsrum, men udelukkende af objektive, ikke-forbigående faktorer.

I 1955-skriftet var opgaven den mindre ambitiøse, men dog ikke helt lette opgave at måle 91 børsnoterede svenske selskabers aktionær-udbetalinger i de tre år 1951-53. Det var naturligvis en let sag at beregne, at udbetalingerne i 1953 udgjorde ialt 9,15 % af den nominelle aktiekapital. Denne skyldes imidlertid ikke alene indbetalinger og udlodninger, men også op- og nedskrivninger. I forhold til nettokapitalindbetalingerne i tidens løb udgjorde udbetalingerne 8,05 %. I forhold til den indeksregulerede kapitalindsats (altså nettoindbetalinger omregnet til 1953-kroner under hensyntagen til prisændringer siden hvert enkelt indbetalings- eller udtrækstidspunkt) udgjorde udbetalingerne („realrenten“) i 1953 3,66 %.

Selv om det var af betydelig interesse at få at vide, hvad aktionærerne i de tre år faktisk havde fået i kontanter *ikke* i forhold til nominal kapital eller dagskurs, men i forhold til faktiske indskud i tidens løb, så var resultatets værdi begrænset, fordi det kun omfattede tre år og derfor kunne være påvirket af forbigående konjunkturforskel, hvad indtjening, henlæggelser og dermed udbetalinger angik.

Derfor har det betydelig interesse, når Asztély nu forelægger en undersøgelse, hvor 12 selskabers ind- og udbetalinger fra og til aktionærer er fulgt fra selskabernes oprettelse indtil 1958 (for 2 selskabers vedkommende dog kun indtil deres ophør ved fusion med andre i 1956). De „evige aktionærer“s opnåede forrentning er beregnet under to alternative forudsætninger, idet ultimoværdien af aktierne er sat lig med henholdsvis 100 og 75 % af deres dagskurs på børsen. Det er iøvrigt også beregnet, hvad en aktionær ville have opnået ved at være med fra starten og indtil (i nogle tilfælde) hvert enkelt år siden 1932, da det har interesse

at se, hvor stor betydning det har, om investeringen i selskabets aktier var bragt til ophør på det ene eller andet tidspunkt.

Også i dette arbejde er alle betalinger omregnet til en fast pengeværdi (1913-kroner), således at resultaterne er udtryk for opnået realrente. Den opnåede realrente, når aktiernes ultimoværdi optages til dagskurs, kan illustreres med et par eksempler:

	Realrente fra oprettelse indtil	
	1939	1958
S.K.F. (opr. 1907)	7,8	7,8
Volvo (opr. 1915)	÷4,7	4,8
Turitz & Co. (opr. 1918)	13,8	13,3
7 holding-selskaber	-	7,4

Turitz & Co. er et stort handelsselskab. De 7 holding-selskaber er medtaget i undersøgelsen, fordi de har aktieinteresser fordelt over store dele af svensk industri, hvorfor deres afkastning indirekte kan tages som udtryk for, hvad et tværsnit, der dog ikke helt er et repræsentativt udsnit af svenske aktier har afkastet. Resultatet, 7,4 % p. a., må siges at være ganske tilfredsstillende for aktionæerne, når det huskes, at det drejer sig om realrenten. Hvis man vil sammenligne med obligationers afkast, må man omregne til pengerente. Dette gør Asztély ikke, men en beregning viser, at hans prisindex siden 1913 er steget med 2,8 % årlig, som - groft sagt - skal lægges til realrenten for at finde den sædvanlige pengerente (nominalrente).

Foruden de nu omtalte resultater indeholder bogen interessante redegørelser for bl. a. holdingselskabernes opståen og koncernforhold, som interesserede i kapitalmarkedsforhold vil have interesse i selv at granske.

Knud Hansen.

Jørgen Andersson: **Tidsstudie ABC**. København 1959, 128 p., Arbejdernes Oplysningsforbund i Danmark.

Forfatteren af Tidsstudie A(rbejde) B(etaling) C(entiminutter) er ligeledes forfatter af den af AOF i 1958 udgivne „Stopursakkorder“.

De to bøger minder meget om hinanden. Men mens „Stopursakkorder“ er en egentlig bog, er „Tidsstudie ABC“ bygget op i lektioner (breve), idet den er tænkt anvendt som grundbog ved studiekredsarbejde.

Tidsstudie ABC består af 10 breve og gennemgår emnerne: Stopuret, operationsstudier, tillægsstudier, arbejdsbeskrivelse, opdeling af tidsstudiet, variationstider, arbejdstaktsvurdering, akkordudregning og lokalftaler om tidsstudier. Hvert afsnit indeholder eksempler og øvelser.

Bogen er absolut neutral i sin gennemgang af de problemer, som opstår i forbindelse med tidsstudier. Den er skrevet i et letforståeligt sprog, således at også ikke-teknikere efter gennemlæsningen virkelig har fået viden om tidsstudier. Den er desuden morsomt skrevet og illustreret med vignetter.

Endelig må nævnes, at Tidsstudie ABC er en virkelig arbejdsbog. Dette giver sig bl. a. udtryk ved, at siderne er forsynet med en så bred margin, at der er plads til notater.

Fl. Klöcker-Larsen.

M. Groth Clausen: **Personaleadministration**. København 1960, 47 p. Foreningen Engageringskontoret for Handel og Industri, Rosenborggade 1, København K. Pris kr. 5,—.

„Personaleadministration“, med undertitlen „Et synspunkt og en teknik med en gennemgang af personalechefstillingen“, er en udbygning af Engageringskontorets pjece „Personalechefstillingen“, der udkom i 1950.

Den nu foreliggende pjece er tænkt som en vejledning for de virksomheder, der