

Erhvervsøkonomisk kommentar

Niels Groes^{*)}: »Finansieringsmønstre i Industrien«^{**)} - kritik af metode og konklusioner fra en driftsøkonomisk synsvinkel

Af Jens O. Elling^{***)}

1. Baggrund

Niels Groes's undersøgelse kan metodemæssigt inddeles i to faser. I første fase indsamles og bearbejdes årsregnskaber fra 320 fremstillingsvirksomheder. På grundlag af dette materiale suppleret med anden industristatistik udregnes afkastningsgrader, gældsandele, finansieringskvoter m.v. med henblik på at beskrive og forklare udviklingen i rentabilitet, likviditet, finansieringskildepolitik o.a.

Undersøgelsens anden fase omfatter interviews med virksomhedsledere fra ca. 180 virksomheder, hvoraf de 60 er nystartede forstået som virksomheder, der har set dagens lys i 1955 eller senere og som i 1970 har en medarbejderstab på 75 og opefter. En virksomhedsleder fra hver virksomhed bliver besøgt en gang og udspurgt efter et i forvejen udarbejdet spørgeskema med et vist antal svarmuligheder, som udfyldes af intervieweren. Denne del af undersøgelsen har til formål at afdække visse sider af virksomhedernes investerings- og finansieringsadfærd.

Forfatteren omtaler nogle relevante metodeproblemer i forbindelse med bortfald af virksomheder, brugen af skatteregnskaber og officielle regnskaber, geografisk skævhed m.v. Ligeledes fremhæves de mere tradi-

¹⁾ Cand. polit., lektor ved Københavns Universitets økonomiske institut.

²⁾ Studier nr. 19 i det økonomiske instituts skriftserie. Udgivet på Akademisk Forlag A/S.

³⁾ Cand. merc. MBA. Kandidatstipendiat. Institut for Regnskabsvæsen, Handelshøjskolen i København.

Erhvervsøkonomisk kommentar

Niels Groes^{*)}: »Finansieringsmønstre i Industrien«^{**)} - kritik af metode og konklusioner fra en driftsøkonomisk synsvinkel

Af Jens O. Elling^{***)}

1. Baggrund

Niels Groes's undersøgelse kan metodemæssigt inddeles i to faser. I første fase indsamles og bearbejdes årsregnskaber fra 320 fremstillingsvirksomheder. På grundlag af dette materiale suppleret med anden industristatistik udregnes afkastningsgrader, gældsandele, finansieringskvoter m.v. med henblik på at beskrive og forklare udviklingen i rentabilitet, likviditet, finansieringskildepolitik o.a.

Undersøgelsens anden fase omfatter interviews med virksomhedsledere fra ca. 180 virksomheder, hvoraf de 60 er nystartede forstået som virksomheder, der har set dagens lys i 1955 eller senere og som i 1970 har en medarbejderstab på 75 og opefter. En virksomhedsleder fra hver virksomhed bliver besøgt en gang og udspurgt efter et i forvejen udarbejdet spørgeskema med et vist antal svarmuligheder, som udfyldes af intervieweren. Denne del af undersøgelsen har til formål at afdække visse sider af virksomhedernes investerings- og finansieringsadfærd.

Forfatteren omtaler nogle relevante metodeproblemer i forbindelse med bortfald af virksomheder, brugen af skatteregnskaber og officielle regnskaber, geografisk skævhed m.v. Ligeledes fremhæves de mere tradi-

¹⁾ Cand. polit., lektor ved Københavns Universitets økonomiske institut.

²⁾ Studier nr. 19 i det økonomiske instituts skriftserie. Udgivet på Akademisk Forlag A/S.

³⁾ Cand. merc. MBA. Kandidatstipendiat. Institut for Regnskabsvæsen, Handelshøjskolen i København.

tionelle problemer, der følger med interviewmetoden og brugen af spørgeskema.

Hvad der derimod savnes, er en helt principiel vurdering af mulighederne for at beskrive og forklare ovennævnte problemkredse ved hjælp af årsregnskaber og et enkelt interview med en virksomhedsleder.

En sådan vurdering burde have fundet sted på grundlag af den erkendelse, som driftsøkonomiens normative og empiriske forskning har frembragt.

Nogle resultater af en sådan metodekritisk vurdering er givet på de følgende sider.

2. Kommentarer til rentabilitetsberegningerne og deres fortolkning

Efter sædvanlig regnskabsanalytisk systematik søges en given rentabilitetsudvikling årsagsforklaret gennem forskellige nøgletal for driftsmæssige sammenhænge. Desuden sondres der mellem aktivernes og egenkapitalens forrentning med det formål at udskille finansieringsformens indvirkning på rentabilitetsforløbet – den såkaldte leverage-effekt. I finansieringsteorien benyttes den samme inddeling, da studiet af leverageeffekten udgør en af dette fags mest centrale problemkredse.

I bogens kapitel 3 analyseres og kommenteres industriens rentabilitetsudvikling i perioden 1952–70 på grundlag af et enkelt nøgletal: egenkapitalens forrentning. Det vil med andre ord sige, at fortolkningen af bevægelserne i forrentningsprocenten foretages uden kendskab til i hvilket omfang disse bevægelser er forårsaget af udviklingen i drift, investering eller finansiering. Da både renteudgifter og gældsandele er steget betydeligt i analyseperioden, havde det i det mindste været væsentligt at få det finansielle aspekt udskilt.

Med henblik på at gøre egenkapitalens afkastningsgrad til et bedre mål for rentabilitet foretages en opskrivning af anlægsformuens aktiver. Maskiner og inventar sættes til levetider, der varierer fra branche til branche, med et gennemsnit på 15 år. Bygningsinvesteringer sættes til over 35 år.

Bortset fra denne opskrivning og en bemærkning om, at »Sådanne beregninger af industriens »reelle« afkast kan selvfølgelig sagtens kritiseres« (s. 28), foretages der ikke dyberegående metodeovervejelser. Uden yderligere forbehold fortolkes det »reelle« afkast som et absolut rentabilitetsmål, der er synonymt med internrenten på virksomhedens samlede investeringer. Det nævnes f. eks. s. 29, at »gennemsnitligt lå industriens forrentning efter skat altså over lånerenten i

halvtredserne, mens den nu ligger under« eller »... tallene siger dog noget om, at et stigende antal industriforetagender i de senere år har savnet incitament til investeringer, finansieret via kapitalmarkedet.« Med denne sidste betragtning går forfatteren endog videre og forudsætter, at den hidtidige afkastningsgrad også afspejler internrenten på de *potentielle* investeringer.

Brugen af afkastningsgrader til skøn over internrenten er en problematisk sag. Selvom forfatteren når frem til en »reel« gennemsnitlig afkastningsgrad på 8 %, er den barske virkelighed den, at han ikke ved, om internrenten er på de 8 %, eller om den er 6 % eller noget helt tredje. Det er ikke engang muligt med eksisterende oplysninger at angive grænser for denne fejlmargen med blot nogenlunde sikkerhed. Gennem eksperimenter har man i nyere driftsøkonomisk forskning studeret sammenhængen mellem internrente og afkastningsgrader under forskellige kombinationer af forudsætninger, se f. eks. ref. 4 og 5. Disse eksperimenter har ikke ført til særligt opmuntrende resultater. Utallige faktorer »forstyrrer« sammenhængen mellem afkastningsgraden og den bagvedliggende internrente. I en virksomhed med konstant internrente vil afkastningsgraden f. eks. vokse med stigningen i den andel af de samlede investeringer, der tages til udgift i driftsregnskabet på en gang (immaterielle aktiver). Heri ligger en del af forklaringen på, at medicinalindustrier ofte har højere afkastningsgrader end gennemsnittet. Afstanden mellem internrente og afkastningsgrad afhænger desuden af forhold som investeringernes levetid, ind- og udbetalingsstrømmenes fordeling på delperioder, varelager-vurderingsmetoder, varelagersvingninger, brugen af leasing, afskrivningsmetoder, investeringstakt, inflation m.v.

Opskrivning af realaktiver udgør altså kun en lille del af den samlede problemstilling, og der er ikke med denne korrektion skabt rykdækning for at sætte lighedstegn mellem internrente og afkastningsgrad.

Det er også usikkert, i hvilket omfang *ændringerne* i afkastningsgraden giver det rette billede af udviklingen i internrenten i analyseperioden, bl. a. fordi der gennem de næsten 20 år er sket betydelige udsving i investeringstakt og varelagre – både reelt og vurderingsteknisk –, og måske især på grund af at immaterielle aktiver igennem hele perioden har udgjort en stadig større del af de samlede investeringer med betydelige udsving fra branche til branche.

Skal afkastningsgradens realøkonomiske udsagnskraft forbedres, er det nødvendigt at trænge dybere ned i virksomhedernes drifts- og investeringsforhold og i deres regnskabstekniske praksis. I en driftsøkonomisk analysesituation er dette i princippet en fremkommelig vej, mens man på det aggregerede niveau kunne tænke sig en inddeling af virksomhederne i grupper med visse fællestræk i sammenhængen mellem afkastningsgrad og bagvedliggende internrente.

3. Kommentarer til beregning og fortolkning af rentabilitets- og likviditetsrisici

Som følge af anlægsformuens opskrivning falder gældsandelen målt ved forholdet mellem totalaktiver og den samlede gæld fra ca. 65 % til knap 50 % for 1970. Dette foranlediger forfatteren til at drage den slutning, at udviklingen ikke har været »alarmerende« (s. 33). Forfatteren tænker med udtrykket »alarmerende« formentlig på rentabilitets- og likviditetsrisici. Af flere grunde er det uholdbart at drage slutninger om risiko på grundlag af statusrelationer, selvom man ofte ser det gjort i praksis.

I finansieringsteorien sondres normalt mellem driftsmæssig og finansiell risiko, hvor den driftsmæssige vedrører drifts- og investeringsforhold og den finansielle virkningerne af større eller mindre gældsfinansiering. Da den samlede risiko er sammensat af begge disse risikoelementer, kan selv en virksomhed med en beskeden gældsandel være overordentlig risikobetonet, fordi den driftsmæssige risiko er stor.

Driftsmæssig og finansiell rentabilitetsrisiko måles ved de forventede udsving i overskudet henholdsvis før og efter renter af fremmedkapital. Foruden renteudgifternes størrelse afhænger rentabilitetsrisikoen af efterspørgsels- og konkurrenceforhold, omkostningsstruktur, teknologisk fleksibilitet, planlægningssystemernes kvalitet etc. Selvom vi forudsætter uændret driftsmæssig risiko og uændret gældsandel i 60'erne vil rentabilitetsrisikoen alligevel være steget i denne periode på grund af de stedfundne rentestigninger.

Fortolkningen af likviditetsrisikoen i en on-going virksomhed kan dække over et bredt spektrum fra et yderpunkt, hvor virksomhederne ønsker at være uden likviditetsmæssige begrænsninger overhovedet i relation til de fastlagte drifts- og investeringsplaner over stigende begrænsninger i handlefriheden sluttende med betalingsstandsning som det andet yderpunkt. Likviditetsrisikoen er afledt af rentabilitetsrisikoen og påvirkes derfor af de samme faktorer. Men desforuden bestemmes virksomhedernes likviditetsgrundlag af specifikke forhold som debitor- og kreditorkredit, synlig likviditetsreserve og usynlig likviditetsreserve i form af uudnyttet lånekapacitet m.v.

Da gældsfinansiering påvirker likviditeten med både renter og afdrag, er ændringer i gældsandelen et dårligt mål for udviklingen i den finansielle likviditetsrisiko i en on-going virksomhed.

Det ses let af den situation, at to iøvrigt identiske virksomheder kan have forskellige rente- og afdragsvilkår, og desuden af at de finansielle udbetalinger til renter og afdrag kan være konstante eller endog stigende, selvom gældsandelen successivt bliver reduceret.

En anden form for risiko består af tabsrisikoen ved konkurs eller likvidation. Gældsandelen har en vis informatorisk værdi ved vurdering af

denne risiko, men uden unøjagtigheder er den ikke, bl. a. fordi aktivernes realisationsværdier ofte ligger væsentligt under de bogførte værdier. I værste fald kan aktiverne være helt værdiløse, fordi der ikke findes et marked, hvor de pågældende aktiver kan afsættes.

Denne relativt omfattende fremstilling af risikoproblemet har ikke alene til formål at understrege det utilstrækkelige i at benytte gældsandelen som mål for den samlede driftsmæssige og finansielle risiko. Den danner også grundlaget for de følgende kommentarer til andre af bogens beregninger og fortolkninger af udviklingen i virksomhedernes likviditetsforhold.

På s. 42 nævnes, at »Industriens mere anspændte likviditetssituation kan som før nævnt tydeligt aflæses i de stærkt faldende kassekvoter, mens beholdningen af likvide værdipapirer (især obligationer) ikke er gået tilsvarende ned.«

I analyseperioden 1960-70 hvor dette fald er konstateret, har væsentlige dele af dansk erhvervsliv gennemført en forbedret styring af kunder, sortiment, varelagre m.v., og stadig flere arbejder med integrerede drifts- og likviditetsbudgetter. Disse ting reducerer uvægerligt kravene til likviditetsreservens størrelse. I samme tidsrum er det blevet dyrere at ligge med en stor reserve af »døde« penge, hvilket kan have foranlediget virksomhederne til at reducere deres likviditetsbeholdninger til det strengt nødvendige.

Disse alternative forklaringer er ikke fremsat for at ugyldiggøre bogens konklusion, men snarere for at kritisere forfatteren for hans brug af analysenettet, der er for grovmasket til, at han uden videre kan drage en enkelt slutning.

På side 21 antyder forfatteren, at nogle af lederne måske »beskriver virksomhedens likviditet i lovlig rosenrøde vendinger.« Til grund for denne vurdering ligger analyseresultaterne s. 93, hvoraf det fremgår, at et enkelt års likviditetsgrader i en mindre del af udsnittet tyder på anstrengt likviditet, mens lederne i de pågældende virksomheder har betegnet deres situation som »meget likvid« eller »tilfredsstillende likvid«.

Det er da meget muligt, at nogle ledere bevidst eller ubevidst har givet et fortegnet billede af virksomhedens likviditet, men forfatteren er i hvert fald ikke i stand til at tage stilling til, om oplysningerne er fejlagtige på grundlag af likviditetsgradsberegningerne alene.

På s. 197 konkluderer forfatteren, at lederne af de nye virksomheder er parate til at løbe særlige risici, hvilket demonstreres af, at »de ekspanderer stærkere end alle andre trods lavere selvfinansierungsgrad, likviditet og finansieringskvote og større kortfristet (uorganiseret) fremmedkapital.« Uden at kunne eller ville forkaste denne konklusion, skal der dog advares mod at overtolke analyseresultaterne. Nye (mindre) virksomheder har måske mere stabil afsætning og større reversi-

bilitet i driftsudbetalingerne end gennemsnittet, bl. a. fordi de gennemgående er mere arbejdskraftintensive. Det sidste indebærer desuden, at større eller mindre gældsfinansiering spiller en relativt mindre rolle i det samlede likviditetsbillede.

Forfatteren kommer også ind på likviditetsproblemet i forbindelse med et spørgsmål til virksomhedslederne, om de vil finansiere investeringer i bygninger og maskiner med vareleverandørkredit, kassekredit m.v. Den gruppe der giver det bekræftende svar, at de vil finansiere sådanne langsigtede investeringer med vareleverandørkredit omtales som »... de »letsindige« som er parat til at investere for 90-dages kreditter» (s. 122).

I det omfang at kreditten ydes på varer, som købes regelmæssigt ind, er der ikke tale om »90-dages kreditter«, men i virkeligheden om en permanent kredit så længe driftsforløbet fortsætter, og kredittiden opretholdes.

Hvad angår spørgsmålet om at være »letsindig«, er forfatteren ikke i stand til at drage den konklusion, før han kender alle likviditetsbudgettets poster gennem hele aktivets levetid. Man får det indtryk, at forfatteren ræsonnerer partielt på den måde, at det købte aktiv skal være i stand til at tilbagebetale det lån, hvormed købet er finansieret. Sådant ser likviditetsproblemet jo ikke ud i virkeligheden. Det enkelte investeringsprojekts ind- og udbetalingsstrømme indgår i en pulje med de øvrige ind- og udgående likviditetsstrømme, og først efter en helhedsvurdering af disse, kan risikoen ved det givne investeringsfinansieringsprojekt bedømmes. Det er da også nærliggende at tænke sig, at virksomhedslederne har haft en sådan helhedsvurdering i tanker i forbindelse med deres svargivning.

4. Kommentarer til nogle af bogens konklusioner om investeringsadfærd

I normativ investeringsteori forudsættes beslutningsprocessen at forløbe således, at beslutningstager kalkulerer investeringsprojekternes internrente, rangordner projekterne efter faldende afkast og implementerer alle projekter med et afkast større end virksomhedens kapitalomkostninger.

At denne fremstilling af investeringsproblemerne og deres løsning er i strid med virkeligheden, har ingen vel dybest set været i tvivl om. Men først efter at Cyert & March fremkom med deres »Behavioral Theory of the Firm« i 1963, blev der sat skub i socio-økonomiske studier af investeringsadfærd. Fra U.S.A. kendes idag bl. a. undersøgelserne af Aharoni (ref. 1) og Bower (ref. 2). Her i landet har Hem-

mingsen for nylig afsluttet et »Studie af nogle danske virksomheders investeringsadfærd« (ref. 3).

Forfatterne til disse undersøgelser har alle haft det tilfælles, at de ønskede at frigøre sig fra den investeringsteoretiske referenceramme ved at gøre deres studier åbne, explorative på de indledende stadier for fterhånden, som søge-læreprocessen skrider frem, at konkretisere og forbedre analyseapparatet.

Ifølge deres analyseresultater kan investeringsprocesser betragtes som en sekventiel kædeproces, hvor projekter på et givet tidspunkt befinder sig på definitions-, relevansprøvnings-, konsekvensanalyse- eller implementeringsstadiet, og hvor hver enkelt projekts initiering og videre forløb skal ses i sammenhæng med de forudgående beslutningsprocesser. På hver af stadierne trækkes der på forskellige organisatoriske komponenters ydelser, og hver af disse komponenters interesse for projektets gennemførelse afhænger af projektets egenskaber i relation til deres individuelle kriterievektorer. Investeringsadfærden bliver på denne baggrund påvirket af relationerne til omgivelserne, og af de eksisterende belønnings-, rolle-, magt-, og informationssystemer i organisationen. Kriterievektorerne varierer ofte mellem organisationskomponenterne indbyrdes og kan hos hver komponent dække over et bredt spektrum af variable som vækst, prestige, rentabilitet, sikkerhed, samarbejde etc. I denne komplekse beslutningsproces spiller investeringskalkuler og forrentningsprocenter en væsentlig mindre rolle end forudsat i teorien.

På baggrund af disse hypoteser (deskriptive påstande) om investeringsadfærden i virksomhederne, skal denne undersøgelses mere traditionelle angrebsvinkel kommenteres.

Virksomhedslederne bliver bl. a. spurgt, om de anvender investeringskalkuler. Nogle hævder, at de bruger kalkuler, men er ikke i stand til at redegøre for hvilken metode, de bruger. Dette får forfatteren til at drage følgende vidtrækkende konklusion, »Det kunne indicere, at danske virksomhedsledere ikke var synderligt raffinerede« (s. 153). Svaret kunne måske også være, at teoretiker og praktiker ikke har samme referenceramme med det resultat, at de ser forskelligt på hvilke områder af problemstillingen, der er væsentlig. En del af hovedkonklusionerne hos Bower og Hemmingsen er, at der ligger en væsentlig mere central ledelsesopgave i at tilrettelægge effektive systemer for de enkelte faser i ressourceallokeringsprocessen end i at fastlægge kalkulemetode og forrentning, bl. a. fordi disse systemer skal sikre, at valg og udformning af projekter er i bedste overensstemmelse med den samlede ressource policy, som virksomheden har lagt.

Nogle af de virksomhedsledere, der ikke benyttede kalkuler, hævdede, at de kun investerede der, hvor fordelene var indlysende, og derfor ikke havde brug for en mere forfinet teknik. Dette kommenterer forfatte-

ren med følgende, »men vi følte os ikke altid overbeviste om, at disse direktører gjorde sig deres egen forudsætning klar, nemlig at der var et antal indlysende gode projekter svarende netop til de ressourcer, som virksomheden rådede over, hverken flere eller færre« (s. 149–150). Til denne hurtige konklusion fristes man at knytte den bemærkning, at det vist er forfatteren, der ikke har gjort sig sin egen forudsætning klar.

De explorative undersøgelser viser, at investeringsadfærd er så kompliceret, at det er begrænset, hvor meget der kan indfanges i et enkelt interview med et af organisationens medlemmer. Forfatteren er i hvert fald ikke uden videre i stand til at afgøre, hvad der er »indlysende godt« for organisationen på det grundlag.

På s. 162 konkluderer forfatteren, »Men selv de store syntes ikke altid at gennemføre deres beslutninger på et rationelt grundlag,« og senere på siden, »Den høje forrentning på obligations- og pantebrevs-markedet kunne heller ikke undgå at virke som et iøjnefaldende alternativ til egne investeringer.«

Disse eksempler er alle taget fra bogens kapitel 8, hvor forfatteren ønsker at beskrive og forklare virksomhedernes investeringsadfærd. Spørgsmålsformulering og konklusioner illustrerer til fulde, at forfatteren er præget af den traditionelle investeringsteoris tankebaner, hvorefter virksomhederne søger gevinstmaksimering, og investeringsbeslutningsprocessen består af en søgeproces efter rentable projekter ved hjælp af mere eller mindre raffinerede investeringskalkuler. Ifølge nyere driftsøkonomisk forskning er det som nævnt blevet påvist, at denne referenceramme er utilstrækkelig som udgangspunkt for empiriske studier, og det kan kun undre, at forfatteren ikke har hentet viden og inspiration fra disse forskningsresultater i tilrettelæggelsen af denne undersøgelse.

5. Slutning

For relativt få år siden emanciperede driftsøkonomien sig fra den nationaløkonomiske teori. Fagområdet har siden forgrenet sig ud på en række specialfag i takt med den voldsomme vækst i normativ og empirisk forskning. Som et resultat af denne udvikling er drifts- og nationaløkonomer kommet på afstand af hinanden, og det til trods for at mange emnekredse har tværfaglig karakter.

I denne undersøgelse har opgaven tilsyneladende været at finde en acceptabel afvejning mellem det, der er interessant nationaløkonomisk set, og det der er driftsøkonomisk forsvarligt. Givet forfatterens baggrund vandt det første forståeligt nok på bekostning af det sidste.

Ikke mindst i betragtning af den betydelige arbejdsindsats, der er lagt i undersøgelsen, er det ærgerligt, at fejl og mangler præger analyse-resultater og konklusioner. Gennem et tværfagligt samarbejde kunne og burde forfatteren have sikret sig, at undersøgelsen blev tilrettelagt på et driftsøkonomisk forsvarligt grundlag under hensyntagen til de normative og empiriske forskningsresultater, der findes indenfor de pågældende emnekredse.

Litteratur:

1. Aharoni, Y.: *The Foreign Investment Decision Process*. Harvard, 1966.
2. Bower, J. L.: *Managing the Ressource Allocation Process*. Harvard, 1970.
3. Hemmingsen, S.: *Studier af nogle danske virksomheders investeringsadfærd*. Stencil. Metodeforskningsgruppen, Handelshøjskolen i København, 1973. Se også *Erhvervs-økonomisk Tidsskrift*, nr. 3, 1973.
4. Solomon, E. & Laya, J. C.: *Measurement of Company Profitability. Some Systematic Errors in the Accounting Rate of Return*, i Robichek A. A.: *Financial Research and Management Decisions*. John Wiley & Sons, Inc. 1967.
5. Worre, Z.: *Afkastningsgraden og afkastningsteknikken i regnskabsanalysen*, i *Faglige Artikler IV*, Foreningen af Revisorassistenter i Danmark.