

# Nogle kommenterede hypoteser om finansieringspolitikken i 4 danske, børsnoterede selskaber

---

Af Jens O. Elling\*)

*I serien af artikler om analyseresultaterne fra min upublicerede licentiatafhandling\*\*) beskrives og kommenteres i det følgende nogle af hypoteserne om finansieringspolitikken i de 4 virksomheder, som har været studeret gennem analyseperioden 1953-1973.*

*Samtlige 4 virksomheder er børsnoterede. 2 er ejeranonyme med en stor aktionærkreds, mens de øvrige 2 har aktiemajoriteten koncentreret hos én hovedaktionær.*

*Undersøgelsens hovedkonklusion er, at der findes en betydelig diskrepans mellem den finansieringspolitik, som virksomhederne burde følge efter teoretiske principper og den finansieringspolitik, som faktisk er blevet ført i de 4 virksomheder. F.eks. er det et karakteristisk træk, at finansieringspolitikken hovedsagelig defineres på det operative niveau i forbindelse med de enkelte finansieringshandlingers gennemførelse.*

*Det er også bemærkelsesværdigt, at finansieringspolitikken afledes passivt af kapitalbehovene i stedet for at indgå som et styringsområde sideordnet drift og investering.*

*En sådan politik kan let føre til en irrationel handlemåde. Undersøgelsen viser eksempler på, hvordan virksomhederne for sent erkender, at de har manøvreret sig ind i en uønsket finansieringsstruktur, bl.a. ved at komme i et afhængighedsforhold til kapitalindskyderne, som de på grund af mangel på finansiell styrke har svært ved at frigøre sig fra igen.*

---

\*) Lic. merc. MBA, lektor ved Institut for Regnskabsvæsen ved Handelshøjskolen i København.  
\*\*) Afhandlingen, der har titlen »En studie af finansieringsadfærd i teori og praksis, fik tildelt Tietenguldmedaljen i 1976.

# Nogle kommenterede hypoteser om finansieringspolitikken i 4 danske, børsnoterede selskaber

---

Af Jens O. Elling\*)

*I serien af artikler om analyseresultaterne fra min upublicerede licentiatafhandling\*\*) beskrives og kommenteres i det følgende nogle af hypoteserne om finansieringspolitikken i de 4 virksomheder, som har været studeret gennem analyseperioden 1953-1973.*

*Samtlige 4 virksomheder er børsnoterede. 2 er ejeranonyme med en stor aktionærkreds, mens de øvrige 2 har aktiemajoriteten koncentreret hos én hovedaktionær.*

*Undersøgelsens hovedkonklusion er, at der findes en betydelig diskrepans mellem den finansieringspolitik, som virksomhederne burde følge efter teoretiske principper og den finansieringspolitik, som faktisk er blevet ført i de 4 virksomheder. F.eks. er det et karakteristisk træk, at finansieringspolitikken hovedsagelig defineres på det operative niveau i forbindelse med de enkelte finansieringshandlingers gennemførelse.*

*Det er også bemærkelsesværdigt, at finansieringspolitikken afledes passivt af kapitalbehovene i stedet for at indgå som et styringsområde sideordnet drift og investering.*

*En sådan politik kan let føre til en irrationel handlemåde. Undersøgelsen viser eksempler på, hvordan virksomhederne for sent erkender, at de har manøvreret sig ind i en uønsket finansieringsstruktur, bl.a. ved at komme i et afhængighedsforhold til kapitalindskyderne, som de på grund af mangel på finansiell styrke har svært ved at frigøre sig fra igen.*

---

\*) Lic. merc. MBA, lektor ved Institut for Regnskabsvæsen ved Handelshøjskolen i København.  
\*\*) Afhandlingen, der har titlen »En studie af finansieringsadfærd i teori og praksis, fik tildelt Tietenguldmedaljen i 1976.

## Hypotese 1

*Finansieringspolitikken gennemføres hovedsageligt på et kortsigtet, ukoordineret grundlag, hvor kapitalfremskaffelsen både tids- og beløbsmæssigt styres passivt af drifts- og investeringsambitionerne og de forhåndenværende finansieringsmuligheder.*

Denne hypotese skal især ses på baggrund af virksomhedernes planlægningspraksis på investeringsområdet. I de studerede virksomheder viste langtidsbudgetterne sig at være af stærk reduceret betydning for den økonomiske styring, fordi de stort set kun omfattede reinvesteringerne på det taktiske niveau (jfr. ref. 1). De strategiske investeringer dukkede først op på et senere tidspunkt i nær forbindelse med deres gennemførelse.

Fra et investeringsmæssigt synspunkt kan en sådan praksis være uhenigtsmæssig. Den indebærer, at et givet, strategisk investeringsprojekt, A, bliver besluttet uden kendskab til de efterfølgende strategiske projekter. Projektet bliver udelukkende konsekvensbeskrevet på basis af langtidsbudgetterne, og heri ligger som nævnt, at det kun bliver koordineret til de kommende års investeringer på det taktiske niveau.

På et senere tidspunkt dukker projekt B op, og nu er A blevet en bindende forudsætning for B og for alle efterfølgende projekter. Svagheden ved denne fremgangsmåde er indlysende nok, at projekterne ikke bliver koordineret indbyrdes, hvilket af tekniske, økonomiske og mange andre grunde kan være en irrationel fremgangsmåde.

Jo større kapitalknaphed en virksomhed står overfor, desto mere påtrængende er koordinationsbehovet. A ønskes måske droppet af hensyn til kommende endnu mere lukrative investeringer, eller modsat er det måske netop således, at A ønskes gennemført på bekostning af særlig kapitalkrævende investeringer i fremtiden.

Finansieringspolitikken påvirkes også af denne planlægningspraksis på investeringsområdet.

På det taktiske niveau kan kapitalbehovet nemlig stort set dækkes ved hjælp af selvfinansiering med indtjente midler, leverandørfinansiering, kundefinansiering og den direkte likviditetsreserve, d.v.s. finansieringsformer, som hovedsagelig fremkommer som en »automatisk« følge af driftsbudgetteringen, og som i praksis ofte anvendes uden dyberegående overvejelser.

Så længe langtidsbudgetteringen begrænses til dette niveau, kommer finansieringspolitikken ikke til at spille en større rolle ved disse budgetters udarbejdelse.

Var langtidsbudgetterne i stedet blevet gennemført på det strategiske niveau, ville selve planlægningsprocessen have tvunget virksomhederne ind i en mere velovervejet finansieringspolitik, fordi kapitalbehovet på dette niveau er så stort, at det berører alle sider af det finansielle mix.

Denne betragtning forudsætter i og for sig ikke, at virksomhederne er i stand til at lægge nøje planer for de næste 5-10 år, som senere bliver ført ud i livet, men blot at alternativsimulationen foregår på det strategiske niveau, således at alternative muligheder for den fremtidige gældsandels-, nyemissions- og udbyttepolitik bliver grundigt vurderet og gennemdiskuteret.

Uden denne planlægningspraksis bliver finansieringspolitikken i stedet defineret løbende på det operative niveau i forbindelse med de enkelte handlingers gennemførelse. Den får derved et tilfældighedspræg.

Det manglende kendskab til hvorvidt og i hvilket omfang næste kapitalfremskaffelse vil foregå, gør det således nærliggende for beslutningstager at træffe de finansielle beslutninger som isolerede enkelt-dispositioner i takt med, at investeringsprojekterne dukker op.

På denne måde smitter den kortsigtede, projektorienterede investeringsplanlægning af på finansieringspolitikken. Den udelukker eller begrænser koordinationsmulighederne mellem finansieringsformerne indbyrdes. F.eks. begrænses mulighederne for at anvende midlertidige finansieringsformer med henblik på at opsamle flere investeringsprojekters kapitalbehov i én stor samlet kapitalfremskaffelse. Ligeledes bliver det sværere at »time« nyemissioner efter renteutviklingen i samfundet eller efter den specifikke udvikling på aktiemarkedet, når det fremtidige kapitalbehov kun kendes i utilstrækkeligt omfang. En aktiv udbytte- og fondsemissionspolitik over flere år til fremme af en planlagt fremtidig nyemission bliver også vanskeligere at gennemføre under disse forhold.

Fra et teoretisk synspunkt er det interessante ved handlemåden især, at den gensidige funktionssammenhæng mellem kapitalomkostningerne for fremmed- og egenfinansiering – de implicite kapitalomkostninger

– lades ude af betragtning. I stedet vælges det fordelagtigste blandt de forhåndenværende finansieringsalternativer uanset de kapitalomkostningsmæssige sammenhænge med de øvrige finansieringsformer.

Når ledelsen på denne måde afgrænser kapitalomkostningerne ved fremmedfinansiering til kun at omfatte de eksplicite omkostninger, bliver investerings- og gældsandelspolitikken let irrationel set fra et teoretisk synspunkt.

Under hensyntagen til inflation og skat er de eksplicite kapitalomkostninger ved fremmedfinansiering meget små – i perioder endog negative. Indgår disse omkostninger derfor som eneste omkostningselement ved brugen af fremmedfinansiering, bliver denne finansieringsform så fordelagtig i sammenligning med egenfinansiering, at den meget vel kan tænkes anvendt udover det optimale.

Tilsvarende kan manglende hensyntagen til de implicite kapitalomkostninger ved fremmedfinansiering føre til godkendelse af investeringsprojekter, som fra et teoretisk synspunkt må anses som ulønsomme.

Flere forhold på finansieringsområdet bør dog også medtages til forklaring af den kortsigtede, ukoordinerede finansieringspolitik. I virkelighedens verden er det finansielle miljø overordentligt dynamisk og ligeså vanskeligt at budgettere for den finansielle ledelse som virksomhedens drifts- og investeringsaktiviteter. Det gælder udviklingen af nye finansieringsformer og -vilkår, renteutviklingen nationalt såvel som internationalt, udviklingen i valutarisiko, i aktiemarkedet som fremtidig finansieringskilde o.s.v., o.s.v.

Det kan altså konstateres, at der er en række faktorer på både investerings- og finansieringssiden, som forklarer, hvorfor virksomhederne er tilbøjelige til at fokusere isoleret på de øjeblikkelige fordele og i mindre grad koordinere dagens dispositioner med (næsten) ukendte dispositioner i en (næsten) ukendt fremtid.

Teoriene på området er opbygget som statistiske ligevægtsteorier, der forudsætter en tidløs (lynhurtig) koordination mellem finansieringsformerne i et stabilt miljø. Indfører vi ovennævnte realistiske forudsætninger, bliver det væsentligt vanskeligere at tillempe teoriernes optimalbegreber for kapitalstruktur, udbyttepolitik m.v. Det er måske også et spørgsmål, om de er helt så efterstræbelsesværdige, som teoretikere ofte går og forestiller sig.

## Hypotese 2

*Gældsandelen fremkommer som en residualstørrelse, passivt afledt af drifts- og investeringsambitionerne og de »automatiske« finansieringsformer – i de store ejeranonyme selskaber tillige af den førte nyemissionspolitik.*

I normativ finansieringsteori udgør gældsandelen en væsentlig beslutningsvariabel med selvstændig rentabilitetseffekt sideordnet beslutningsvariable indenfor drift og investering. I de studerede virksomheder var gældsandelen underordnet drifts- og investeringsplanlægningen som en passiv følgevirkning.

Ved prioritering af finansieringsformerne tegnede der sig følgende handlingsmønster: Det samlede kapitalbehov blev først og fremmest dækket ved de »automatiske« finansieringsformer og den direkte likviditetsreserve, hvori er indbefattet uudnyttet kassekredit. Ved »automatiske« finansieringsformer forstås de førnævnte varestømsbestemte finansieringsformer og herunder selvfinansiering med indtjente midler, der fremkom som en simpel rest (selvfinansiering udgjorde indtjeningens residuelle del på nær de niveaumæssige udsving i udbytte, som foregik med større mellemrum, herom senere).

Var der fortsat et kapitalbehov til stede, dækkedes dette marginelle behov ved ekstern kapital, såsom bankfinansiering, finansiering fra Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk, maskinleverandørfinansiering, obligationslån, nyemission m.v. I tilfælde af et kortvarigt kapitalbehov var der ofte en tilbøjelighed til at benytte bankfinansiering, f.eks. ved en forhøjelse af kassekredit maksimum.

I de privatejede selskaber gjorde hovedaktionærens indkomst- og formueforhold det ikke muligt at gennemføre nyemissioner i større omfang, og da han ikke på noget tidspunkt ønskede ejerstrukturen ændret, var nyemission som finansieringsform så godt som udelukket i disse virksomheder.

Anderledes forholdt det sig i de ejeranonyme selskaber. Her blev gennemført adskillige nyemissioner i løbet af analyseperioden. I ingen af tilfældene var gældsandelsgrænsen nået. Fremmedfinansiering kunne have været anvendt i stedet. Andre og mere afgørende motiver end ønsket om at reducere gældsandelsprocenten må folgelig have ligget til grund for nyemissionerne (herom i næste afsnit).

Kapitalfremskaffelsen var som nævnt ikke styret af kapitalomkost-

ningsmæssige sammenligninger som forudsat i teorien. Leverandørfinansieringens kapitalomkostninger kendtes ikke særligt præcist, men finansieringsformen blev foretrukket af alle på grund af den enkle måde at anskaffe den på, dens fleksible form og dens stigning i takt med inflationen.

Selvfinansiering med indtjente midler blev betragtet som en gratis finansieringsform, fordi den ikke umiddelbart indebar faste finansielle forpligtelser for virksomheden. Tillige var den under ledelsens dispositionsret og til dels opfattet som ledelsens (og medarbejdernes) ejendom, fordi den stod for en værdistigning skabt af virksomheden. Størst kapitalomkostningsbevidsthed gjorde sig gældende ved nært substituerbare fremmedfinansieringsformer, hvor virksomhederne lagde vægt på de eksplicite kapitalomkostninger.

Nyemission blev ikke opfattet som en gratis finansieringskilde, fordi selskabet skulle betale udbytte til aktionærene. Kapitalomkostningerne blev uden videre sat lig med udbytteprocenten. I dette ses et tydeligt eksempel på, at finansieringspolitikken blev anskuet ud fra en entitets- og ikke en ejersynsvinkel.

Da ingen af virksomhederne havde indbygget ændringer i udbyttepolitikken i deres langtidsbudgetter, blev udbytteprocenten uden videre regnet for en permanent kapitalomkostning ved at anvende denne finansieringsform. Den blev opfattet som en forpligtelse, der var ligeså bindende under normale forhold for selskabet som betaling af renter og afdrag.

Som følge af dette handlingsmønster fremkom gældsandelen som den residuelle virkning af de mange enkelt dispositioner. Ingen tænkte i leverage-effekt og finansiell risiko. Ledelsen havde end ikke gjort sig tanker om den maksimale gældskapacitet, som virksomheden var i stand til at klare uden betalingsvanskeligheder, eller som långiverne (og aktionærene) ville acceptere, at virksomheden anvendte.

### Hypotese 3

*Udbyttepolitikken udgør interessegruppepolitisk set et overordentligt følsomt område. Både i indhold og form bærer den præg af at foregå som en kompromispolitik mellem koalitionen forskellige interessegrupper. Indholdsmæssigt fører dette til en forsigtig og næsten stivnet politik, hvor selskaberne på grund af frygten for*

*at skulle gennemføre udbyttereduktioner er tøvende over for overhovedet at sætte udbyttet i vejret. Formmæssigt fører det til, at udbyttepolitikken deles i en fast del – udbytteprocenten – og en variabel del bestående af ny- og fondsemissioner.*

Især de ejeranonyme selskabers udbyttepolitik foregik som en irreversibel proces. Den store afstand mellem ledelse og aktionærer gjorde det svært for ledelsen at få sine synspunkter ført effektivt ud til aktionærkredsen. Den ville derfor have meget lidt indflydelse på de reaktioner, der måtte opstå på aktiemarkedet i tilfælde af en udbyttesænkning. Et af selskaberne gennemførte en mindre udbyttereduktion et enkelt år på grund af dårlig indtjening og måtte ifølge ledelsen lide under dette flere år fremover i form af kursfald og dårlige aktionærrelationer.

I selskaberne med en hovedaktionær kunne udbyttepolitikken foregå mere fleksibelt end i de ejeranonyme, fordi ledelsen her havde direkte kontakt til hovedparten af aktiekapitalen repræsenteret ved hovedaktionæren. I det hele taget spillede aktiemarkedets reaktioner en mindre rolle for disse selskaber, idet kun en lille del af aktiekapitalen kom herfra.

I de ejeranonyme selskaber førte afstanden til aktionærkredsen derimod til forsigtighed. Kun når indtjeningen allerede var gennemløbet en signifikant forbedring, og der var stor sandsynlighed for at kunne klare de højere udbytteforpligtelser i fremtiden, blev det besluttet at gennemføre en udbytteforhøjelse.

På denne baggrund blev ændringer i udbytteprocenten en sjælden foreteelse, som fik bindende virkning for selskaberne mange år fremover. I det ene af de ejeranonyme selskaber var udbytteprocenten uændret i samtlige 20 år, mens den i det andet blev forhøjet et par gange.

Efter ledelsens opfattelse kunne man dog ikke tage dette som udtryk for, at udbyttepolitikken havde ligget stille i mange år. Der var gennemført i alt 7 nyemissioner til underkurs i begge selskaber i løbet af analyseperioden, og formålet med disse nyemissioner var ifølge ledelsen blandt andet at give aktionærerne kursgevinster som et supplement til udbetalt udbytte. Som bekræftelse på denne opfattelse kan henvises til, at nyemission på grund af manglende skattefordel, besvær



og risiko blev betragtet som mindre fordelagtig end fremmedfinansiering, og at selskaberne kunne have anvendt fremmedfinansiering i stedet, da gældsandelsgrænsen på ingen måde var nået. Udbyttetmotivene vejede imidlertid tungere end kapitalomkostningsmotivet.

Som konsekvens af denne tankegang kan udbyttepolitikken deles i en fast del, udbytteprocenten, som betales af selskabet, og en variabel del, kursgevinsten, som bliver betalt af aktiemarkedet\*).

Da udbytteprocenten i begge selskaber lå under aktionærernes alternativrente til samme risiko, var udnyttelsen af kursgevinster som led i udbyttepolitikken kun mulig, fordi markedet forventede voksende udbytte i fremtiden. Den kortsigtede fordel, som selskaberne opnåede, måtte derfor på længere sigt forventes udlignet af større udbyttebetalinger til markedet.

Det ene af selskaberne var ikke i stand til at imødekomme dette »krav« fra aktiemarkedets side, og ved den seneste nyemission faldt kursen så meget, at nyemission som led i udbyttepolitikken var udelukket i resten af analyseperioden.

Fondsemissioner kunne have været anvendt som led i udbyttepolitikken på samme måde som nyemissioner. Ingen af de ejer anonyme selskaber anvendte dog denne fremgangsmåde.

De studerede familieselskaber kunne ikke skaffe aktionærerne kursgevinster ved ny- eller fondsemissioner på samme måde som de ejer anonyme, da aktierne lå relativt fast. Nyemissioner var i det hele taget udelukket på grund af hovedaktionærens økonomiske forhold.

Alligevel deltes udbyttepolitikken også i disse selskaber i en fast del og en variabel del. Som middel anvendtes fondsemissioner. Motivet var som nævnt ikke at skaffe kursgevinster, men gik i stedet ud på at kamouflere den udbyttepolitik, som reelt blev ført.

I et af de privatejede selskaber lå udbytteprocenten på niveauet 9-11%, og i stedet gennemførtes en række fondsemissioner. Havde selskabet alternativt forhøjet udbytteprocenten og holdt aktiekapitalen uændret, ville udbytteprocenten være blevet hævet til 30%, hvilket ledelsen betragtede som helt uacceptabelt i en interessegruppepolitisk sammenhæng over for medarbejdere, kunder, den brede offentlighed m.v.

---

\*) (Dette ræsonnement er strengt taget ukorrekt. Ud fra en alternativ-betragtning betales kursgevinsten i virkeligheden af selskabet selv, eftersom nyemissionerne gennemføres til underkurs og ikke til markedskurs).

En forhøjelse af aktiekapitalen gav samtidig en række fordele, som ikke ville være opnået ved en forhøjelse af udbytteprocenten. Det gælder skattemæssige fordele og fordele i forbindelse med udenlandske kunders kreditværdighedsbedømmelse, hvor aktiekapitalens størrelse ofte spiller en afgørende rolle. Ledelse lagde heller ikke skjul på, at denne form for udbyttepolitik måtte forventes at give et bedre udgangspunkt for kommende ØD-forhandlinger.

Det var et gennemgående træk i undersøgelsen, at ny- og fondsemissioner som led i udbyttepolitikken blev besluttet relativt kortsigtet. Som tidligere omtalt (ref. 2) var det så godt som hver gang problemfrit at få aktierne solgt på aktiemarkedet. Nyemissioner kunne derfor gennemføres uden større forudgående planlægning. Mens den faste del af udbyttepolitikken ekstrapoleredes i langtidsbudgetterne, blev den variable del besluttet på det korte sigt i takt med indtjeningen – ofte i samme år, som emissionen fandt sted.

#### Hypotese 4

*Finansieringspolitikken påvirkes i udpræget grad af den eksisterende resp. den ønskede udvikling i magtstrukturen i koalitionen – specielt hvad angår forholdet mellem ledelse og kapitalindskydere.*

Talrige iagttagelser begrundede denne hypotese. I det følgende skal nævnes 4 eksempler fra undersøgelsen, som viser, at disse organisatoriske variable har afgørende indflydelse på finansieringspolitikken.

I den ene af virksomhederne førte flere års dårlig indtjening til betydelig knaphed på kapital, hvilket satte ledelsen i et så udpræget afhængighedsforhold til en af de finansielle interessegrupper – banken –, at den satte sig for at afvikle al bankfinansiering for fuldstændig at frigøre sig for denne interessegruppes indflydelse. Fremgangen kom, og ledelsen udnyttede sin finansielle styrke til nedbetaling af kassekrediten. I de sidste seks år af analyseperioden var virksomheden uden bankfinansiering overhovedet.

Fra sine amerikanske studier fandt Donaldson (ref. 3), at flere selskaber foretrak lånekapital frem for aktiekapital, fordi ledelsen kunne tilbagebetale lånet og derved frigøre sig fra denne interessegruppe. I

disse situationer er det altså ledelsens ønske om uafhængighed af finansielle interessegrupper, der bliver afgørende for finansieringspolitikken, fremfor kapitalomkostningsmæssige hensyn rettet mod maksimering af ejernes velfærd.

Undersøgelsen viste flere eksempler på, at virksomhederne i perioder var så afhængige af deres engagement med banken, at denne direkte og indirekte fik større indflydelse på den førte finansieringspolitik end aktionærene. I et af tilfældene valgte en virksomhed med udpræget kapitalknaphed at overtrække leverandørkreditterne frem for kassekreditten ud fra en filosofi om, at det var lettere at skifte leverandør end bank. Dog var to af leverandørerne i en monopolstilling over for selskabet og truede med, at næste gang betalingsbetingelserne ikke blev overholdt, ville de nægte yderligere leveringer, hvorefter disse leverandører blev placeret i kreditorgruppe med banken.

Som tredje eksempel på styrkeforholdets betydning kan nævnes den situation, da ét af selskaberne ønskede at oprette bankfinansiering for første gang. Som et af landets store selskaber var styrkeforholdet i selskabets favør. Det var af strategisk betydning for banken at få denne kunde i konkurrence med de andre banker, og af den grund ønskedes ingen sikkerhedsstillelse fra bankens side. Siden voksede gældsætningen i selskabet og hele tiden var det kassekreditfinansiering, som blev anvendt til finansiering af både drifts- og anlægskapitalbehov. På analysetidspunktet var styrkeforholdet vendt. Virksomheden følte nu en betydelig afhængighed af banken. F.eks. turde den ikke binde an med realkreditfinansiering trods tilstedeværelsen af betydelige realværdier af frygt for, at banken i givet fald skulle forlange kassekreditfinansieringen reforhandlet.

Til sidst skal nævnes et eksempel på medarbejdernes indflydelse på finansieringspolitikken, der især kom til udtryk i den førte udbytte- og emissionspolitik. Fonds- og nyemissioner til underkurs indgik som nævnt som led i udbyttepolitikken ved at give mulighed for at forøge aktionærernes effektive forrentning i kroner uden at forøge selve udbytteprocenten.

I et af selskaberne rejste medarbejderne imidlertid også kritik af de mange fondsemissioner med det resultat, at ledelsen aftalte med den sluttede aktionærkreds at gennemføre en mindre (symbolsk) nyemission for at afbøde kritikken.

Disse eksempler viser nødvendigheden af at supplere undervisning og forskning inden for det finansielle område med organisations- og adfærdsteori, f.eks. i form af koalitions-teori, business ideology-teori, beslutningsteori m.v. (Jfr. også ref. 2).

## Konklusion og fremtidsperspektiver

De foregående sideres analyse af finansieringspolitikken i 4 børsnoterede selskaber ligger indenfor perioden 1953-1973, d.v.s. en periode, som stort set har været præget af stabile opgangskonjunkturer og fuld beskæftigelse. Tillige en periode, hvor virksomhederne har haft en god indtjening og en hel del finansielle reserver. Samtidig har gældsandelen ligget forholdsvis lavt, og de eksplicite kapitalomkostninger været små – i perioder har realrenten efter skat direkte været negativ. Det finansielle miljø har været relativt stabilt. Aktiemarkedet har ofte reageret positivt overfor nyemissioner til underkurs, og pengepolitikken har været mindre stram det meste af perioden, end vi har oplevet det i vore dage.

Dukkede en mindre krise op, kunne virksomhederne finansiere sig ud af denne uden større problemer.

Under disse vilkår er finansieringsopgaven ikke særlig problematisk. Virksomhederne kan låne »i blinde« uden grundige analyser og forudgående tænkning. Kapitalfremskaffelsen kan med andre ord gennemføres på det operative niveau som en kortsigtet disponering, der afledes passivt af drifts- og investeringsambitionerne som et nødvendigt onde.

Undersøgelsesmateriale bragte også eksempler på faren ved en sådan politik. Flere af de undersøgte virksomheder oplevede for sent, at de var styret ind i en uhensigtsmæssig finansieringspolitik, hvor afhængigheden af kapitalindskyderne var blevet et reelt problem.

Siden analyseperioden har forholdene i dansk erhvervsliv ændret sig betydeligt. I dagens situation er udgangspunktet for kapitalfremskaffelse ikke en gældsandel på 30-40% men i stedet 70-80% – unægtelig en lidt anden problemstilling. Samtidig er de finansielle reserver mindre end i analyseperioden og selvfinansieringen lav i de fleste virksomheder. Derved bliver den eksterne, mere problematiske kapitalfremskaffelse i højere grad påkrævet.

Miljøet, hvorfra denne kapital skal fremskaffes, er samtidig mere nuanceret og ustabil end førhen.

Under disse forhold må det forventes, at virksomhederne tvinges væk fra den tilfældige finansieringspolitik og over i mere omfattende overvejelser som led i en strategisk planlægning, hvor alternative politikker for gældsandele, nyemissioner, udbytte m.v. analyseres og vurderes.

Det konkrete valg af finansieringsalternativ bringes derved ind i et større og mere langsigtet perspektiv indordnet et successivt, delvist ukendt investerings-finansieringsforløb.

Ikke mindst ukendskabet til fremtidige kapitalbehov vil stille krav om, at det enkelte valg af finansieringsform bliver bedømt ud fra dets følger for de fremtidige muligheder for kapitalfremskaffelse af hensyn til sikringen af den finansielle mobilitet.

Som konsekvens af de førnævnte udviklingstræk i dansk erhvervsliv er virksomhedernes modstandskraft blevet svækket. Virksomhederne er i stigende grad blevet afhængig af kapitaltilførsel udefra. Mindre udsving i opad- eller nedadgående retning kan gøre bidrag fra eksterne kapitalindskydere nødvendig. Heri ligger en afhængighed af eksterne interessegrupper, som uundgåeligt må komme til at præge finansieringspolitikken i de kommende år i form af et øget samarbejde (informationsudveksling m.v.) mellem virksomhed og kapitalindskydere såsom aktionærer og bankforbindelse – et samarbejde, som vil række udover de tidspunkter, hvor virksomhederne opdager, at kapitaltilførsel udefra er påkrævet.

#### *Litteratur*

1. Elling, J. O.: Nogle iagttagelser af finansiell planlægning på strategisk, taktisk og operativt niveau i 4 danske industrivirksomheder. Erhvervsøkonomisk Tidsskrift nr. 2, 1976.
2. Elling, J. O.: Aktionærindflydelse i store, ejeranonyme selskaber, Juristen og Økonomen nr. 10, 1976.
3. Donaldson, G.: Corporate Debt Capacity, Harvard Business School, Boston 1961.
4. Gandemo, B.: Företags finansiering, Stockholm 1976.

Miljøet, hvorfra denne kapital skal fremskaffes, er samtidig mere nuanceret og ustabil end førhen.

Under disse forhold må det forventes, at virksomhederne tvinges væk fra den tilfældige finansieringspolitik og over i mere omfattende overvejelser som led i en strategisk planlægning, hvor alternative politikker for gældsandele, nyemissioner, udbytte m.v. analyseres og vurderes.

Det konkrete valg af finansieringsalternativ bringes derved ind i et større og mere langsigtet perspektiv indordnet et successivt, delvist ukendt investerings-finansieringsforløb.

Ikke mindst ukendskabet til fremtidige kapitalbehov vil stille krav om, at det enkelte valg af finansieringsform bliver bedømt ud fra dets følger for de fremtidige muligheder for kapitalfremskaffelse af hensyn til sikringen af den finansielle mobilitet.

Som konsekvens af de førnævnte udviklingstræk i dansk erhvervsliv er virksomhedernes modstandskraft blevet svækket. Virksomhederne er i stigende grad blevet afhængig af kapitaltilførsel udefra. Mindre udsving i opad- eller nedadgående retning kan gøre bidrag fra eksterne kapitalindskydere nødvendig. Heri ligger en afhængighed af eksterne interessegrupper, som uundgåeligt må komme til at præge finansieringspolitikken i de kommende år i form af et øget samarbejde (informationsudveksling m.v.) mellem virksomhed og kapitalindskydere såsom aktionærer og bankforbindelse – et samarbejde, som vil række udover de tidspunkter, hvor virksomhederne opdager, at kapitaltilførsel udefra er påkrævet.

#### *Litteratur*

1. Elling, J. O.: Nogle iagttagelser af finansiell planlægning på strategisk, taktisk og operativt niveau i 4 danske industrivirksomheder. Erhvervsøkonomisk Tidsskrift nr. 2, 1976.
2. Elling, J. O.: Aktionærindflydelse i store, ejeranonyme selskaber, Juristen og Økonomen nr. 10, 1976.
3. Donaldson, G.: Corporate Debt Capacity, Harvard Business School, Boston 1961.
4. Gandemo, B.: Företags finansiering, Stockholm 1976.