

EN UNDERSØGELSE AF FINANSIERINGSPROBLEMER I DANSK INDUSTRI VINTEREN 1970-71

Af NILS GROES*

Indledning

Fra oktober 1970 til februar 1971 er et udsnit af lederne i større danske industribedrifter blevet interviewet for at klarlægge industriens finansieringsmønstre og navnlig de ændrede kreditforholds betydning for industriens adfærd og ekspansionsmuligheder.¹

Nu er en del foreløbige resultater kommet, og blandt de første væsentlige konklusioner kan nævnes:

- (1) Industrien har i høj grad mærket til den stramme pengepolitik; oftest som følge af de øgede låneomkostninger, men bestemt også i forbindelse med begrænsningen af kreditmængden (se tabel 1). Omkring 60 pct. af de adspurgte direktører sagde, at deres virksomhed var direkte påvirket af den restriktive pengepolitik.
- (2) Men blandt disse virksomheder var det også iøjnefaldende, hvor mange der havde undgået større ændringer i produktionsforhold og realinvesteringer. De havde undgået det ved at ændre deres likviditets- og især finansierings-

Tabel 1. Hvordan pengepolitikken især har været følt

	Procent af virksomhederne der nævnte de i forspalten anførte faktorer som	
	Væsentligste faktorer ^(a)	Andre betydnings- fulde faktorer
Kreditstramning	32	9
Forøgede låneomkostninger ..	42	9
Leverandørkredit ^(b)	14	7

Anm.: Procenterne er her som i de følgende tabeller alene beregnet på grundlag af de ca. 60 tilfældig udvalgte virksomheder.

Noter: (a) Ialt har omkring 60 pct. af virksomhedslederne følt den pengepolitiske stramning. En hel del havde svært ved at afgøre, hvilken faktor der var den væsentligste, og nævnte derfor mere end een. Procenterne kan altså ikke lægges sammen, men må hver for sig læses som *den andel af de tilfældig udvalgte virksomheder, hvor den pågældende faktor har været nævnt*. Tabellerne 2, 3, 4, 6, 7, 9, 10 og 11 skal læses på samme måde. (b) Især øgede likviditetskrav p.g.a. større udnyttelse af de adspurgte virksomheders kreditfaciliteter (varedebitorer), men også større vanskeligheder med selv at opnå leverandørkredit.

* Lektor ved Københavns Universitet.

1. Undersøgelsen foretages med økonomisk støtte fra Bikuben.

EN UNDERSØGELSE AF FINANSIERINGSPROBLEMER I DANSK INDUSTRI VINTEREN 1970-71

Af NILS GROES*

Indledning

Fra oktober 1970 til februar 1971 er et udsnit af lederne i større danske industribedrifter blevet interviewet for at klarlægge industriens finansieringsmønstre og navnlig de ændrede kreditforholds betydning for industriens adfærd og ekspansionsmuligheder.¹

Nu er en del foreløbige resultater kommet, og blandt de første væsentlige konklusioner kan nævnes:

- (1) Industrien har i høj grad mærket til den stramme pengepolitik; oftest som følge af de øgede låneomkostninger, men bestemt også i forbindelse med begrænsningen af kreditmængden (se tabel 1). Omkring 60 pct. af de adspurgte direktører sagde, at deres virksomhed var direkte påvirket af den restriktive pengepolitik.
- (2) Men blandt disse virksomheder var det også iøjnefaldende, hvor mange der havde undgået større ændringer i produktionsforhold og realinvesteringer. De havde undgået det ved at ændre deres likviditets- og især finansierings-

Tabel 1. Hvordan pengepolitikken især har været følt

	Procent af virksomhederne der nævnte de i forspalten anførte faktorer som	
	Væsentligste faktorer ^(a)	Andre betydnings- fulde faktorer
Kreditstramning	32	9
Forøgede låneomkostninger ..	42	9
Leverandørkredit ^(b)	14	7

Anm.: Procenterne er her som i de følgende tabeller alene beregnet på grundlag af de ca. 60 tilfældig udvalgte virksomheder.

Noter: (a) Ialt har omkring 60 pct. af virksomhedslederne følt den pengepolitiske stramning. En hel del havde svært ved at afgøre, hvilken faktor der var den væsentligste, og nævnte derfor mere end een. Procenterne kan altså ikke lægges sammen, men må hver for sig læses som *den andel af de tilfældig udvalgte virksomheder, hvor den pågældende faktor har været nævnt*. Tabellerne 2, 3, 4, 6, 7, 9, 10 og 11 skal læses på samme måde. (b) Især øgede likviditetskrav p.g.a. større udnyttelse af de adspurgte virksomheders kreditfaciliteter (varedebitorer), men også større vanskeligheder med selv at opnå leverandørkredit.

* Lektor ved Københavns Universitet.

1. Undersøgelsen foretages med økonomisk støtte fra Bikuben.

mønster, ved at låne mere i udlandet og trække mere på leverandørkredit. Hele leverandørkreditsystemet er undergået meget store ændringer inden for det sidste par år.

(3) Tilbage bliver, at ca. en fjerdedel af virksomhederne var påvirket i betydeligt omfang af stramningen og havde reduceret deres investeringer i bygninger og maskiner betydeligt (se tabel 5). Et groft overslag tyder på, at industriens samlede investeringer er gået ned med 10-15 pct. som følge af de vanskelige kreditforhold i vinteren 1970-71.

Undersøgelsens tilrettelæggelse

Ialt er der interviewet omkring 130 ledere af fremstillingsvirksomheder², fordelt på tre kategorier. Ca. 60 er foretagender med offentliggjorte regnskaber, der er udvalgt for at besvarelserne på interviewets spørgsmål bagefter kan sammenstilles med regnskabsoplysningerne. En del af dem er store børsnoterede selskaber, og deres gennemsnitsalder er høj.

Godt en snes virksomheder er udvalgt, fordi de er startet inden for de sidste 15 år og har haft en kraftig vækst, så man kan få indblik i finansieringssituationen for unge ekspansive foretagender.

Endelig er ca. 60 blevet tilfældig udvalgt blandt industribedrifter med mere end 200 ansatte; godt tre fjerdedele af industriens lønmodtagere er beskæftigede i selskaber af denne størrelsesorden³.

De resultater som her gennemgås, er alene baseret på det tilfældig udvalgte materiale; men det har vist sig, at forskellen mellem tallene for de tilfældig udvalgte og samtlige interviewede virksomheder er ganske lille for de fleste spørgsmåls vedkommende. Når svarenes procentvise fordeling ser ud til at være ret ens for virksomheder med offentliggjorte regnskaber og tilfældig valgte foretagender, giver det en formodning om, at spredningen gennemgående er lille, og derved bestyrkes tilliden til resultaterne for de 60 foretagender. Dertil kommer, at over 90 pct. af de udvalgte virksomheder var villige til at medvirke; den høje procent skyldes uden tvivl et godt samarbejde med Industrirådet. Alligevel er materialet nok lidt skævt, fordi nogle af de foretagender, der ikke ville være med, var i alvorlige vanskeligheder. Man må også gøre sig klart, at resultaterne kun er foreløbige; den videre bearbejdning af tallene kan meget vel afsløre fejl og mangler.

I øvrigt viste det sig, at tidspunktet for undersøgelsen var heldigt valgt. Spørgsmålene blev stillet i en periode, hvor der var gennemført en kreditstramning af hidtil ukendt styrke efter en diskontoforhøjelse til et hidtil

2. Heraf ca. halvdelen af mig selv og den anden halvdel af to medarbejdere, Jørn Qviste og Jens Erik Rasmussen, som har udført et fortræffeligt arbejde.

3. Nogle foretagender indgår i mere end en kategori, f.eks. kan en tilfældig udvalgt virksomhed godt have offentliggjort regnskab.

ukendt niveau: 9 pct. p. a. Hvis pengepolitikken overhovedet har en direkte virkning på industrien, må det være synligt i vinteren 1970/71.

Interviewene er et led i en større undersøgelse af industriens finansieringsmønster, som først bliver færdig midt i 1972. Et andet led har været indsamlingen af skatteregnskaber fra godt tre hundrede andre industrivirksomheder i Københavnsområdet for årene 1966, 67 og 68. Heraf var ca. halvdelen firmaer med ubegrænset ansvar og den anden halvdel aktieselskaber. Oplysningerne fra skatteregnskaberne er endnu kun i mindre målestok søgt kombineret med interviewresultaterne. Dog stammer figurerne (1-4) i det følgende alle fra de københavnske aktieselskaber, der nok ikke er typiske for hele landet.

Investeringsernes kreditfølsomhed

Blandt de udspurgte virksomheder angav to trediedele, at de havde haft et stigende investeringsvolumen gennem 1960'erne. En fjerdedel havde faldende investeringer, mens resten var stagneret. Denne fordeling (der er fremkommet ved en sammenligning foretaget af de interviewede mellem første og anden halvdel af 1960'erne) overvurderer nok den reale stigning noget; de allerseneste års investeringsbeslutninger har nok i nogle direktørers øjne overskygget 10 år gamle begivenheder.

Årsagen til de stigende investeringer var først og fremmest ønsket om større kapacitet, både til øget fremstilling af varer som allerede var i produktion, og til fremstilling af nye varer (se tabel 2). Derudover var rationalise-

Tabel 2. Væsentlige investeringsformål (bygninger og maskiner)

Procent af pågældende virksomheder der nævnte de i forspalten anførte formål

	Samtl. tilfældig udvalgte virksomheder		Virksomh. m. øgede investeringer		Virksomh. m. vigende investeringer	
	Væsentligste faktorer	Andre betydn. fulde faktorer	Væsentligste faktorer	Andre betydn. fulde faktorer	Væsentligste faktorer	Andre betydn. fulde faktorer
Kapacitetsforøgelse . . .	47	25	56	22	33	29
Produktion af nye varer	19	12	22	17	14	5
Rationalisering	46	23	45	28	49	14
Erstatningsinvesteringer	9	18	6	8	14	33
Kvalitetsforbedringer . .	9	16	6	17	14	14
Tidsmæss. tilfældigheder	4	0	6	0	0	0
Andet	2	0	0	0	5	0

Anm.: De interviewede har selv beskrevet de konkrete faktorer, som i deres virksomhed forårsagede og påvirkede investeringsforløbet i 1960'erne. Intervieweren har så klassificeret svarene i de her viste kategorier. Dette gælder også de to følgende tabeller.

ring en væsentlig faktor for de ekspanderende firmaer, mens kvalitetsforbedringer og regulære erstatningsinvesteringer for udslidte anlæg kun betød meget lidt. For virksomheder med faldende eller stagnerende investeringer betød kapacitetsforøgelsen relativt mindre. Det er også som om disse foretagender i højere grad har investeret for at erstatte udslidte anlæg og forbedre kvaliteten, men materialet kan dårligt bære større fordybning i emnet.

Blandt de faktorer der havde bremset investeringstakten, var utilstrækkelig efterspørgsel den væsentligste (tabel 3). Derefter kom finansieringsproble-

Tabel 3. *Investeringshæmmende faktorer*

Procent af pågældende virksomheder der nævnte de i forspalten anførte faktorer

	Samtl. tilfældig udvalgte virksomheder		Virksomh. m. øgede investeringer		Virksomh. m. vigende investeringer	
	Væsentligste faktorer	Andre betydn. fulde faktorer	Væsentligste faktorer	Andre betydn. fulde faktorer	Væsentligste faktorer	Andre betydn. fulde faktorer
Mangel på:						
Finansieringsmuligh.	16	7	22	3	5	14
Efterspørgsel.....	25	11	22	11	29	10
Råstoffer.....	4	7	6	0	0	19
Arbejdskraft.....	7	2	11	3	0	0
Organisation.....	12	7	15	6	5	10
Opsparingsevne....	14	12	19	11	5	14
Tidsmæss. tilfældigh. .	25	2	0	0	67	5
Usikkerh. m.h.t. fremtid	9	5	11	6	5	5
Modstand i bestyrelse	5	7	6	8	5	5
Andet.....	2	4	3	3	0	5
Ingen.....	18	0	22	0	10	0

mer - godt 20 pct. af virksomhederne med stigende investeringer nævnte vanskelige finansieringsforhold som en væksthæmmende faktor. Også manglende opsparingsevne og organisatoriske problemer indtog en væsentlig plads. Virksomheder med faldende investeringer forklarede især faldet med tidsmæssige tilfældigheder, der havde bevirket, at store enkeltinvesteringer var sat i gang i første halvdel af 60'erne. Man må nok stille sig lidt tvivlende over for så mange tilfældigheder som forklaring på stagnation, mens vækst åbenbart aldrig skyldes tilfældet. Det giver anledning til en vis reservation med hensyn til de svar, der giver de interviewede lejlighed til at besmykke handlinger og motiver.

I tabel 2, 3, 4 og 6 har de udspurgte direktører selv først nævnt de anførte faktorer, de har altså ikke på forhånd fået opgivet svarmuligheder; derfor skal man nu ikke gøre sig illusioner om, at den interviewede var upåvirket af projektets formål - han havde jo forinden givet tilsagn om at medvirke ved undersøgelsen af industriens finansieringsproblemer.

Tabel 4. Investeringsformål påvirket af den pengepolitiske stramning (bygninger og maskiner)

	Procent af de påvirkede virksomheder
Kapacitetsforøgelse.....	50
Produktion af nye varer.....	32
Rationaliseringer.....	27
Erstatningsinvestering.....	9
Kvalitetsforbedring.....	5
Andet.....	0

Anm.: Procenterne i tabel 4 angiver kun andele af de tilfældig valgte virksomheder, hvis investeringer faktisk var påvirket af den pengepolitiske stramning (knap halvdelen af de tilfældige).

Alligevel blev resultatet anderledes, når man direkte spurgte direktørerne, om den pengepolitiske kontraktion havde påvirket realinvesteringerne; så svarede op mod 50 pct., at det havde den. Det er klart, at man får en højere procent ved direkte at spørge, om en given faktor har betydning, end ved at lade den interviewede selv nævne de væsentligste faktorer. Måske kan man også af tabel 3 udlede, at der er en hel del virksomheder, for hvem finansieringsproblemer ikke i løbet af de sidste fem år har dæmpet investeringerne væsentligt, men som nok på kort sigt har følt sig påvirket af pengepolitikken i 1970. Det følger også af, at 60 pct. af de påvirkede virksomheder ifølge eget udsagn blot har udsat igangsættelsen, mens så godt som ingen har afbrudt påbegyndte investeringer.

Direkte adspurgt fremgik det, at investeringsomfanget varierede mere eller mindre med indtjenings- og dermed opsparingsevnen for to trediedele af virksomhederne. For virksomheder med finansieringsproblemer var andelen endnu højere, nemlig 80 pct. Som omtalt nedenfor er realinvesteringernes afhængighed af indtjeningen med til at forklare deres rentefølsomhed. Kun for de mest velkonsoliderede foretagender var det enkelte års investeringspolitik upåvirket af samme års overskud.

Mangel på arbejdskraft var åbenbart ikke i større omfang årsag til nedgang i investeringerne (tabel 3). Omvendt kunne arbejdskraftmangel ofte fremskynde overgangen til mere kapitalintensiv produktion. Der blev nævnt mange konkrete eksempler på den slags investeringer og i endnu højere grad blev lønpres nævnt som årsag til rationaliseringsinvesteringer. I en periode med stor efterspørgsel og mangel på folk er det tilsyneladende hyppigere substitutionsmulighederne fra arbejdskraft til kapital, der er afgørende for bedrifterne, end de tilfælde hvor et fast forhold mellem produktionsfaktorerne fører til faldende investeringer under personalemangel. Forøvrigt syntes alle rationaliseringer at være arbejdskraftbesparende i virksomhedsledernes øjne.

Den usikkerhed i vurdering af fremtiden, der knytter sig til investerings-

overvejelser, blev ikke meget berørt som en selvstændig faktor bag investeringsbeslutningerne. Men det viste sig, at op mod 40 pct. af virksomhederne ville have investeret mere igennem 60'erne, hvis de i dag havde kunnet ombestemme sig. En hel del ville også have investeret på en anden måde, mens næsten ingen ønskede, de havde investeret mindre. Knap halvdelen fortrød intet.

Tabel 5. Pengepolitikens betydning for investeringsreduktionens omfang (bygninger og maskiner)

Procent af samtlige tilfældig udvalgte virksomheder med:	Pct.
Stor reduktion af investeringerne (over 50%)	12
Betragtelig reduktion (10-50%)	14
Lille reduktion (under 10%)	18

Blandt de virksomheder, hvis realinvesteringer ifølge eget udsagn faktisk var påvirket af kreditforholdene i vinteren 70/71, skulle omkring 30 pct. have fået reduceret deres investeringsomfang meget kraftigt (med over 50 pct.) og andre 30 pct. væsentligt (mellem 10 og 50 pct.). De resterende mente, at kun en mindre del af investeringerne var påvirket (under 10 pct.). Et uvejet og meget groft skøn fører til, at industriens investeringer i bygninger og maskiner skulle være faldet med mellem 10 og 15 pct. som direkte følge af den pengepolitiske kontraktion (jvf. tabel 5). Effekten er åbenbart meget stærkere end hvad tilsvarende undersøgelser i USA og Sverige har vist, og også større end hvad man tidligere har regnet med her i landet. Men som før nævnt har stramningen været af usædvanlige dimensioner.

Det ser ud til, at byggeri har været mindre påvirket end investeringer i driftsinventar, hvilket kan hænge sammen med at der går længere tid fra beslutningen om at bygge bliver taget, til bygningen er opført, end der går når man anskaffer maskiner o.lign.; (i gennemsnit 18 henholdsvis 10 måneder men med meget stor spredning). Beslutningen om at bygge skulle altså være taget før investor konstaterede den pengepolitiske effekt. Måske er det også lettere at udsætte en vedtaget anskaffelse af maskiner end af bygninger.

Det viser sig tillige naturligt nok, at stramningen rammer nye projekter forholdsvis hårdt (se tabel 4), mens rationaliseringsinvesteringer kun i mindre grad er påvirket.

Også lagerstørrelsen er påvirket af kreditforholdene. Eksempelvis kan nævnes, at nogle virksomheder i maskinindustrien regnede med omkostninger på mellem 15 og 25 pct. p. a. af lagerets værdi, og størsteparten heraf var renteomkostninger ved at have lager og lagerbygninger. Alligevel nævnte kun rundt regnet 20 pct. af virksomhederne, at de havde forsøgt at reducere lagrene på grund af stigende finansieringsproblemer (tabel 6). For mange direktører er det vel simpelthen lettere (men ikke nødvendigvis klogere) at udsætte en nyinvestering end at reducere et lager fra en allerede given størrelse.

Tabel 6. Aktiviteter påvirket af pengepolitikken
(bortset fra bygninger og driftsmidler)

	Procent af samtlige tilfældig udvalgte virksomheder
Likviditetsadfærd ^(a)	21
Finansierungsadfærd ^(a)	26
Forskning ^(b)	2
Markedsføring.....	7
Lancering af ny produktion.....	9
Lagerophugning.....	23
Personalepolitik.....	7
Andet.....	9

Anm.: Ligesom i tabel 2 er faktorerne først nævnt af de interviewede selv. Den lille procent for f. eks. forskning skal derfor næppe tages for andet end, at forskning er et lidet udbredt fænomen i dansk industri.

Noter: ^(a) De 21 og 26 pct. er den del af virksomhederne, som selv har besluttet sig for en ændret likviditets- henholdsvis finansierungsadfærd på grund af den kontraktive pengepolitik.
^(b) Forskning og de følgende aktiviteter er alene reduceret som følge af den stramme pengepolitik.

Nogle hævdede allerede at være nede på et absolut minimum forinden; især blev dog andre, modsat virkende forhold nævnt. Skærpelsen af pengepolitikken satte ind på et tidspunkt med arbejdskraftmangel og vanskelige leveranceforhold, der havde ført til øgede lagre for at sikre imod afbræk i produktionsrytmen, som ikke kunne indhentes. Desuden havde betydelige prisstigninger på metaller og brændstoffer i perioden forinden givet incitament til at sikre sig store råvarerlagre. De her nævnte forhold for lagrene kan give et indtryk af, hvor mange faktorer der i hver enkelt periode får indflydelse på effekten af et økonomisk indgreb.

Finansierungsadfærd

Blandt de 60 tilfældig udvalgte virksomheder var godt 40 pct. ikke på nogen måde påvirket af finansierungsproblemer, og to trediedele af denne gruppe forklarede det med deres høje selvfinansierungsgrad. Kun få hævdede, at de slet ikke havde mærket den pengepolitiske stramning, mens resten forklarede deres immunitet med høj indtjening, god likviditet og/eller forudseende planlægning. Flere virksomheder havde således forudset en kreditstramning og i tide sikret sig likvide ressourcer. F.eks. havde de inden ikrafttrædelsen af den nye realkreditlov øget deres langfristede gæld i form af prioritetslån og dermed øget deres finansielle aktiver, eller i forbindelse med en investeringsplan truffet aftale med deres bank om øgede kassekreditfaciliteter.

Knap halvdelen af de ca. 60 pct. der faktisk var påvirket af den kontraktive pengepolitik, mente at de vanskelige finansierungsmuligheder havde med-

ført et stort eller i hvert fald betydeligt problem, mens resten sagde at det var et beskedent - eller endog meget beskedent - problem.

Den sidste gruppe omfatter de virksomheder, der blot ved at ændre finansieringsform og udnytte nye lånemuligheder havde undgået påvirkning af de reale dispositioner. Omkring halvdelen af alle industrivirksomheder tog åbenbart deres finansieringsadfærd op til revision. Virksomhederne har navnlig i højere grad trukket på udlandet, hvilket må ses i sammenhæng med at valutabestemmelserne blev lempet i 1968 (tabel 7). Desuden har mange

Tabel 7. Ændringer i virksomhedernes låntagning som følge af kreditstramningen

	Procent af samtlige tilfældig udvalgte virksomheder ^(a)	
	Steg	Fald
Leverandørkredit ^(b)	21	0
Kassekredit.....	13	2
Udenlandske lån.....	33	0
Realkredit.....	6	0
Andet.....	9	0

Noter: ^(a) 50 pct. opgav, at de ikke havde ændret deres låntagningspolitik. ^(b) Omfatter såvel indenlandske som udenlandske leverandørkreditter.

skaffet sig mere leverandørkredit, ligesom det er betegnende, at hvor muligheden eksisterede har man udnyttet andre finansieringsformer mere intensivt. Ikke mange har konstateret en absolut nedgang i lånemulighederne sammenlignet med tidligere perioder, heller ikke for kassekreditens vedkommende.

Mulighederne for at opnå lån også andre steder end i danske banker, sparekasser og realkreditinstitutioner er sikkert én af årsagerne til, at så mange angiver de forøgede låneomkostninger som pengepolitikens største ulempe (se tabel 1). Dertil kommer, at egenkapitalens forrentning ifølge regnskabsoplysningerne i gennemsnit lå på ca. 11 pct. (excl. inflationsgevinst), altså omkring 1 pct. under de gunstigste indenlandske lånevilkår. De 11 pct. er også, hvad direktørerne selv gennemsnitligt opgav som deres interne forrentning; men betydningen heraf svækkes unægteligt ved, at ca. en fjerdedel ikke vidste, hvad den var, og omkring halvdelen næppe anvendte renteberegninger i forbindelse med investeringskalkuler. Et andet argument for renteomkostningernes betydning for investeringerne er som før nævnt, at en diskontoforhøjelse fra 6 til 9 pct. simpelthen reducerer den opsparede del af overskudet væsentligt. Opsparingen bliver hyppigt en residualandel, fordi udbytteprocenten

kotumemæssigt er en fast størrelse. I 1969 udgjorde renteomkostningerne (brutto) gennemsnitligt ca. en ottendedel af virksomhedernes bruttooverskud til udbytte, afskrivning og nettoopsparing, men efter skat (og rundt regnet en fjerdedel af nettooverskudet efter skat).

Det er væsentligt at gøre sig klart, hvor forskelligt finansieringsmønsteret er fra virksomhed til virksomhed inden for industrien. Fig. 1 viser fra undersøgelsen af de københavnske skatteregnskaber sammenhængen mellem på den ene side de enkelte industriaktieselskabers samlede monetære aktiver (også kaldet de finansielle aktiver, nemlig kasse, værdipapirer, debitorer og andre udlån) og på den anden side fremmedkapital. Under ét har industrien ikke nogen særlig stor nettolåntagning (forskellen mellem fremmedkapital og monetære aktiver). Man kan også udtrykke det på den måde, at industriens finansieringskvote (forholdet mellem monetære aktiver og fremmedkapital) gennemsnitlig ikke er meget forskellig fra 1. Hvis materialet deles op på grup-

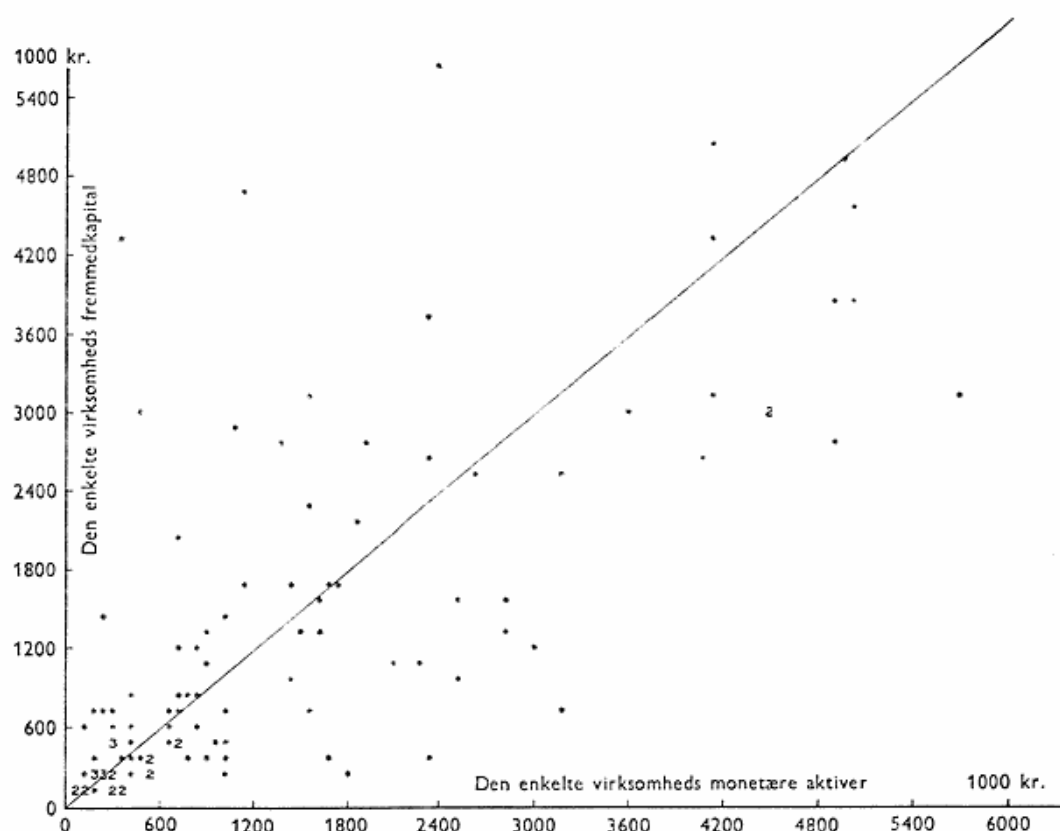


Fig. 1. Sammenhæng mellem industribedrifters fremmedkapital i alt og monetære aktiver (alle finansielle aktiver incl. debitorer og kasse).

Anm.: Figuren omfatter halvandet hundrede aktieselskaber i Storkøbenhavn i 1968. Hver enkelt stjerne viser een virksomheds fremmedkapital og monetære aktiver. Hvor der er mere end een virksomhed på samme position markerer et tal antallet af virksomheder på positionen.

per efter størrelse, ser det ud til, at nettolåntagningen i hver gruppe også vil være af en moderat størrelsesorden.

Så kunne man forledes til at tro, at nettolåntagningen også hos de enkelte virksomheder gennemgående var nær nul, hvorved egenkapitalen ækvivalerede realkapitalen. Fig. 1 viser, at der tværtimod er en overmåde stor spredning. Med en beskeden nettolåntagning måtte virksomhederne flokkes omkring linien $Y = X$, men trængslen dér synes ikke større end noget andet sted på papiret. Indtrykket af en stor spredning i finansieringskvoten inden for industrien er bekræftet af interviewundersøgelsen. Der er ikke så få industrivirksomheder med en stor nettolångivning. Deres overskud vil måske stige med forhøjet diskonto og for denne del af industrien kan rentepolitikken altså have en virkning, der går stik imod, hvad man normalt antager.

Når den gennemsnitlige nettolåntagning er beskeden, hænger det sammen med, at industriforetagendernes varedebitorer almindeligvis overstiger leverandørkreditte. Omvendt er der naturligt nok en betydelig gældsætning i forhold til penge- og kreditinstitutioner. Mere overraskende er det, at nogle foretagender alligevel har meget store bankindsud. Den høje rente og måske også de store svingninger på obligationsmarkedet har øjensynligt medvirket til, at et regulært pengemarked i Danmark synes at være på vej. En stor del af industrivirksomhederne har også en beholdning af værdipapirer, især obligationer. Ifølge interviewundersøgelsen havde halvdelen af de adspurgte en beholdning af likvide værdipapirer, som for de pågældende i gennemsnit udgjorde over 10 pct. af de samlede aktiver. Denne likviditetsreserve syntes nu ikke at blive udnyttet lige stærkt af alle firmaer i undersøgelsesperioden. Tre fjerdedele ville kvie sig ved at sælge obligationer; de fleste fordi de derved ville lide et kurstab, men en del også fordi de regnede med stigende kurser, en forventning der jo faktisk blev indfriet. Gennemgående var det også længe siden, man i virksomhederne sidst havde afhændet obligationer, som ofte er anskaffet i forbindelse med prioritetslåntagning. Ifølge de københavnske tal er der nu ikke nogen større sammenhæng mellem selskabernes beholdning af obligationer og størrelsen af deres realkreditlån.

Det er ovenfor sandsynliggjort, at en bedrifts selvfinansieringsgrad (egenkapital i forhold til samlet kapital) har stor betydning for, hvorvidt og hvor hårdt den rammes af en pengepolitisk stramning. Det fremgår også af besvarelserne, at omkring 40 pct. af lederne har en målsætning for, hvor stor selvfinansieringsgraden bør være, typisk mellem 50 og 70 pct., og af resten tillægger de fleste spørgsmålet en vis betydning. Dermed er også givet en begrænsning for pengepolitikken muligheder for i sig selv at fremme industriens vækst. Og det selv om mange interviewede sagde, at de ikke ville gå af vejen for en profitabel forretning, selv om den midlertidigt nedsatte deres selvfinansieringsgrad.

Derimod har så godt som ingen firmaer regler for, hvor stor likviditeten

Tabel 8. Virksomhedernes egen vurdering af deres likviditetsmæssige stilling

	Procent af samtlige tilfældig udvalgte virksomheder
A Meget likvid.	28
B Tilfredsstillende.	31
C Nogenlunde likvid.	20
D Ikke likvid.	21

skal være. Lærebogsregler om det rette forhold mellem på den ene side de mest likvide aktiver og/eller omsætningsformue og på den anden side kort fremmedkapital anvendes ikke af virksomhedslederne, og en hel del har da også reduceret deres likvide beholdninger i forbindelse med stramningen (tabel 6). Likviditeten afgøres tit under tilrettelæggelsen af et mere eller mindre detaljeret likviditetsbudget, som udarbejdes af tre fjerdedele af bedrifterne. Som tabel 9 viser, er man i industrien ingenlunde blind for fordelene ved en god likviditet.

Tabel 9. Virksomhedernes vurdering af fordele^(a) ved høj likviditet

	Procent af de pågældende virksomheder		
	Virksomh. m. god likv. (A og B)	Virksomh. m. mindre god likv. (C og D)	Samtl. tilfældig udvalgte virksomheder
Køb af varer.	50	47	49
Salg af varer.	23	53	32
Køb af maskiner etc.	23	29	25
Køb af virksomheder.	13	0	9
Andet.	8	0	6

Note: ^(a) Fordelen kan f.eks. være at man ved at tilbyde kontant betaling ved et køb kan opnå et større prisafslag end de normale kontantrabatter (der ofte svarer til en effektiv rente på godt 12 pct. p. a.)

Ifølge interviewvirksomhedernes regnskab udgjorde de monetære poster gennemsnitligt små 40 pct. af aktiverne, heraf debitorer godt 20. Knap 50 pct. af passiverne var almindeligvis egenkapital; kreditorer tegnede sig for godt 20 pct., og kassekredit m.m., prioritetsgæld samt anden fremmedkapital hver omkring 10 pct. Disse tal skal ses på baggrund af, at kassekredit, leverandørkredit og realkredit alle bruges af omkring 80 pct. af virksomhederne (tabel 10, kolonne 1). Op mod halvdelen anvender udenlandske lån af den ene eller anden type, og ca. en fjerdedel benytter henholdsvis banklån og veksler. Derudover findes et utal af andre muligheder, men de har hver for sig kun ringe betydning i det samlede billede.

På spørgsmålet om hvilken låneform man foretrak ved øget finansieringsbehov, nævnte omkring en femtedel af lederne udenlandske lån, ud fra den

Tabel 10. Udnyttede og foretrukne muligheder for kapitaltilførsel

	Procent af samtlige tilfældig udvalgte virksomheder	
	Udnyttes	Foretrækkes
Kassekredit	79	51
Banklån	25	7
Veksler	29	0
Leverandørkredit	82	9
Udenlandske lån	45	24
Realkredit	79	29
Forretningsforbindelser	4	0
Ejer eller lign.	36	2
MOMS etc.	18	0
Aktieudvidelse	9	0
Andet	41	9 ^(a)

Note: ^(a) De 9 pct. er især direktører, der på spørgsmålet om hvilken form for kapitaltilførsel de foretrak, svarede at de helst så en balanceret vækst i passiverne.

betragtning at de var billigste lånemulighed (tabel 10, kolonne 2). Ca. 30 pct. foretrak realkreditlån, eventuelt sammen med kassekredit, der blev nævnt af hele 50 pct.

Men omvendt var der en hel del industriledere, som stærkt understregede deres ulyst til at blive afhængige af bankerne; ikke mindst i svagt funderede virksomheder, der før havde været ude i likviditetsproblemer, var man utilpas ved det meget korte opsigelsesvarsel som gælder for kassekreditter. Derimod var det få, der udtrykte præference for andet end de tre ovenomtalte lånemuligheder eller udtrykte ønsker om nye former for kreditfaciliteter. Behovet for et mere differentieret kreditmarked herhjemme er ikke synderligt udtalt blandt industriens ledere.

Der afsløredes ikke markante stordriftsfordele blandt de interviewede virksomheder ved lånoptagelse inden for landets grænser. Især for kassekreditter er der stor ensartethed i virksomhedernes rentekomkostninger. Undersøgelsen fandt sted, mens diskontoen var 9 pct., og kassekreditten var typisk og også gennemsnitligt omkring 11 pct. p. a. nominelt + $\frac{1}{2}$ -1 pct. p. a. provision, som enten betales af den maksimale trækningsmulighed, af det realiserede maksimale træk inden for et kvartal eller af det faktiske træk i hvert enkelt tidspunkt. Det så ud til, at virksomhederne var fordelt med ca. en fjerdedel på de tre muligheder, idet en sidste fjerdedel slet ingen provision betalte. Forskellen i omkostningerne ved at have en kassekredit er altså i høj grad et spørgsmål om provisionsberegning; den nominelle rente varierede sjældent mere end én procent p. a. Det kan i og for sig godt undre, at bankernes differentiering mellem store og små, gode og dårlige kunder er så lille.

Virksomhedslederne betragter da også i meget høj grad renten på deres kassekredit som en udefra given faktor, de ikke har nogen indflydelse på og

derfor ikke interesserer sig meget for. Anderledes stiller det sig med hensyn til omkostningerne i forbindelse med leverandørkredit, som vil blive behandlet i et afsnit for sig; ikke fordi det ikke er en del af finansieringsproblematikken, men fordi det er en særlig interessant del.

Leverandørkredit

Hele leverandørkreditsystemet synes stærkt påvirket af pengepolitikken. Ganske vist er det den del af kreditmarkedet, der er præget af størst træghed; mange firmaer har ikke officielt ændret deres betalingsbetingelser overfor kunderne; men spørger man omvendt, om der inden for de sidste par år er sket ændringer i betingelserne for den leverandørkredit virksomhederne får, svarer omkring 40 pct., at der har fundet en stramning af betingelserne sted (den er bl.a. blevet dyrere). 35-40 pct. finder også, at det er blevet sværere at få leverandørkredit i det hele taget. Ikke desto mindre har omkring en trediedel af virksomhederne ifølge svar på et direkte spørgsmål udnyttet mulighederne for leverandørkredit mere inden for det sidste år, og der er næppe grund til at tro, at de skulle overdrive på dette punkt.

Det almindelige indtryk er, at de administrerende direktører har et godt kendskab til, hvilke muligheder for leverandørkredit der gælder for deres firma. Da typiske betingelser er, at man betaler inden 8-10 dage mod en kasserabat på 2-3 pct., mens man ellers kan betale i løbet af godt 30 dage med en mindre rabat eller 90 dage netto. Der forekommer også tilfælde, hvor en virksomhed kan forhandle sig til en længere kredit end de 3 måneder, ofte mod veksler, ligesom det hører med i billedet, at nogle illikvide selskaber yder en væsentlig større kasserabat, helt op til 6-8 pct. mod afregning på stedet. Udenfor det her beskrevne system står betingelserne for investeringsgoder. Tidligere betalte man ofte en trediedel af købesummen ved ordreafgivelse, en trediedel ved levering og en trediedel når maskineriet var tilkørt. Nu er man i stigende grad kommet ind på at yde lån ved salg af maskiner og anlæg; det kan være serielån på helt op til 7 år mod normale bankrenter. Selv om den effektive rente på leverandørkredit i mange tilfælde er steget, er det altså som hovedregel ikke nogen særlig dyr finansieringsform. Men varekreditter er en kort og i særdeleshed administrativt besværlig måde at låne penge på; derfor virker den heller ikke synderligt attraktiv, hvis man har andre muligheder.

Det er tit blevet hævdet, at de kortfristede kreditmuligheder kun i ringe omfang påvirker realinvesteringerne. Interviewundersøgelsen viser, at omkring en trediedel af alle virksomheder er parate til at investere for penge, de har trukket ekstra i form af leverandørkredit i forbindelse med almindelige varetransaktioner, og to trediedele vil udnytte en leverandørkredit i forbindelse med investeringsgoder, lån i udlandet eller kassekredit til investeringer.

Tabel 11. Finansieringsformer som virksomhederne er parat til at anvende ved investeringer i bygninger og maskiner

	Procent af samtlige tilfældig udvalgte virksomheder
Leverandørkredit varer.....	35
Leverandørkredit investeringsgoder.....	61
Kassekredit.....	69
Udenlandske lån.....	65
Realkredit.....	89
Egenkapital.....	98
Ved ikke.....	2

Anm.: Virksomhedslederne blev først spurgt om de ville sætte nye investeringer igang, hvis de skulle finansieres med øgede varekreditter. Derefter om de ville gøre det ved hjælp af investeringskreditter o.s.v.

90 pct. vil investere, hvis de kan få realkredit, mens der eksisterer 10 pct., der kun vil investere med egenkapital.

Leverandørkrediten er også blevet trukket længere end de trykte betingelser på fakturaen har tilladt. Den på papiret så uelastiske låneform har med de ændrede lånebetingelser i øvrigt skiftet karakter. Virksomhederne må bruge langt mere arbejdskraft på at få betalingerne hjem (samt undgå selv at betale), og ikke så få administrerende direktører beklagede sig over den tid, de selv måtte anvende på den slags sager. I 80 pct. af alle virksomheder sagde man, at leverandørkreditbetingelserne ikke blev overholdt af kunderne, og næsten det samme antal kunne mærke et øget behov for leverandørkredit. De der ikke havde ydet mere kredit var typisk virksomheder der stod i en stærk position overfor køberne. 60 pct. havde rent faktisk ydet mere, men det er vanskeligt at udtale sig om, hvor meget mere de havde ydet. Typisk vil stigningen på et år have andraget 8-10 pct., men gennemsnitligt bliver det nok mere, fordi nogle bedrifter har haft en stigning på 50 pct. og derved, f.eks. leverandører til byggesektoren.

Forskellen på den andel af virksomheder, der angiveligt har trukket mere leverandørkredit og den (langt større) andel der har ydet mere, opstår selv-

Tabel 12. Ændringer i de betingelser for leverandørkredit som virksomhederne har opnået

	Procent af samtlige tilfældig udvalgte virksomheder
Ingen ændring.....	51
Stramning.....	38
Lettelse.....	2
Ændringer i takt med diskontoen.....	6
Ved ikke.....	4

Tabel 13. Er det blevet sværere at få leverandørkredit
og er den udnyttet mere?

	Procent af samtlige tilfældig udvalgte virksomheder	
	Sværere at opnå	Udnyttet mere
Ja.....	39	35
Nej.....	50	65
Ved ikke.....	11	0

følgelig, fordi hvert enkelt foretagende har mange kunder, hver med forskelligt finansieringsbehov. Derfor har de fleste virksomheder blandt deres kunder i hvert fald nogle, som har måttet udnytte leverandørkreditterne mere.

Spørgsmålet om hvor meget leverandørkredit man vil yde (varedebitorer) er derfor ikke altid noget, den enkelte virksomhed har stor indflydelse på, med mindre den vil sætte sig ud over branchemæssige kotumer (er illikvid). Det fremgår af figur 2, der viser en temmelig god sammenhæng mellem omsætning og varedebitorer, mens figur 3 viser en langt større spredning i forholdet mellem omsætning og leverandørkredit. Problemet belyses ligeledes i

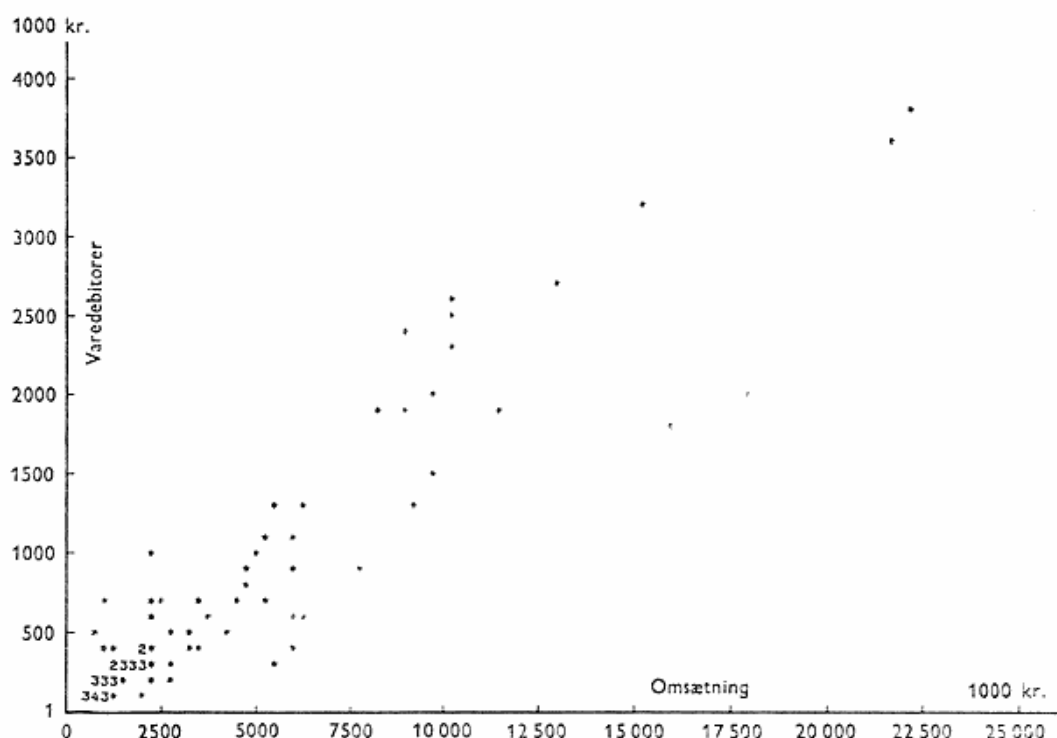


Fig. 2. Sammenhængen mellem industribedrifters omsætning og sum af varedebitorer (den leverandørkredit de enkelte bedrifter har ydet).

Anm.: Diagrammet omfatter samme virksomheder som fig. 1.

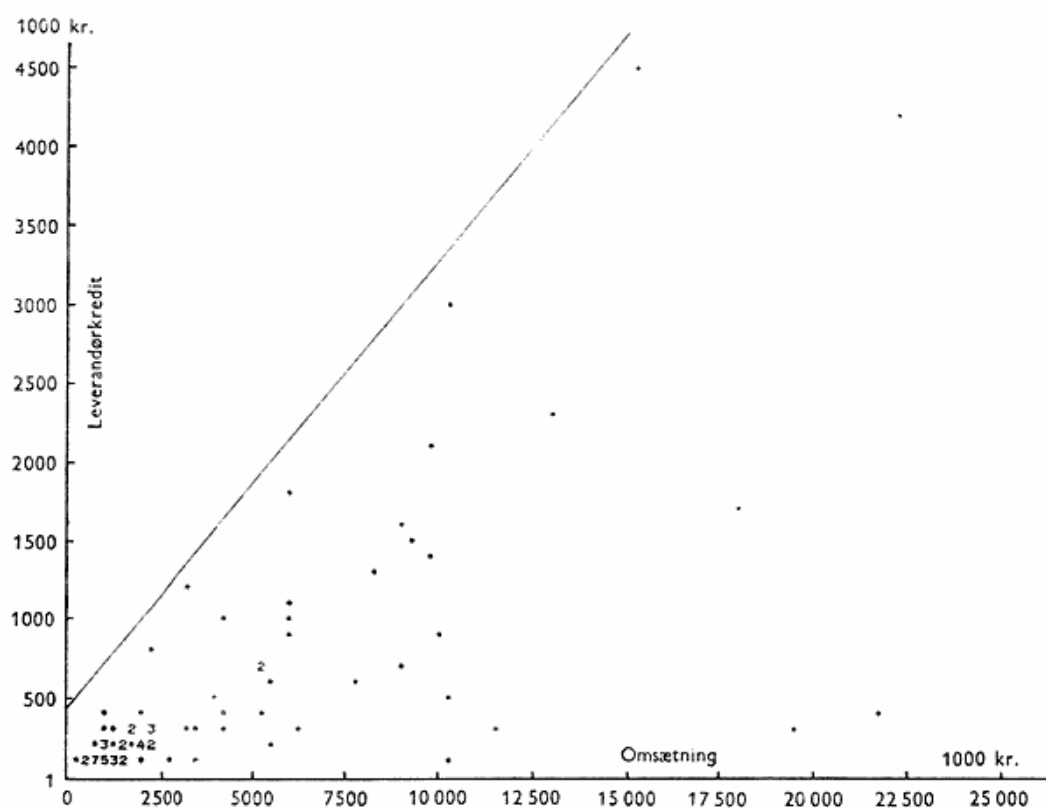


Fig. 3. Sammenhæng mellem de enkelte industribedrifters omsætning og den samlede leverandørkredit bedrifterne har modtaget.

Anm.: Den indtegnede linie angiver, at der er en øvre grænse for den leverandørkredit, man med given omsætning kan opnå, men at der i øvrigt er et stort spillerum. Samme virksomheder som i fig. 1.

tabel 9, der viser at kun illikvide virksomheder anser det for muligt at sælge mere fordelagtigt med bedre likviditet. De likvide selskaber anser i højere grad salgsbetingelserne for givne.

Sammenholdes disse oplysninger med vor viden om spredningen i likviditet og selvfinansieringsgrad, sandsynliggøres det, at industrivirksomhederne

Tabel 14. Bevægelserne i den leverandørkredit virksomheden yder (Varedebitorer)

	Procent af samtlige tilfældig udvalgte virksomheder	
	Mærket øget behov	Ydet mere
Ja.....	79	60
Nej.....	13	34
Ved ikke.....	9	6

indbyrdes udjævner deres beholdninger af betalingsmidler og dermed undgår nogle af kreditstramningens virkninger.

Lån i udlandet

Virksomhedernes indbyrdes udjævning af beholdningerne af betalingsmidler har stor betydning for kreditstramningens effekt på industrien som helhed, navnlig når det kombineres med at en stor del af industrien kan låne i udlandet. 10-15 pct. af samtlige virksomheders fremmedkapital var udenlandsk, mens den direkte eksport gennemsnitlig udgjorde en trediedel af omsætningen, og importen en trediedel af materialeudgifterne.

Forskellen bedrifterne imellem er stor; men som før nævnt har det været et markant træk, at virksomheder med udenrigshandel har øget gældsætningen til udlandet, i høj grad ansporet hertil af de indenlandske banker. Også renteforskellen har givet et incitament, omend mindre end ofte antaget; den

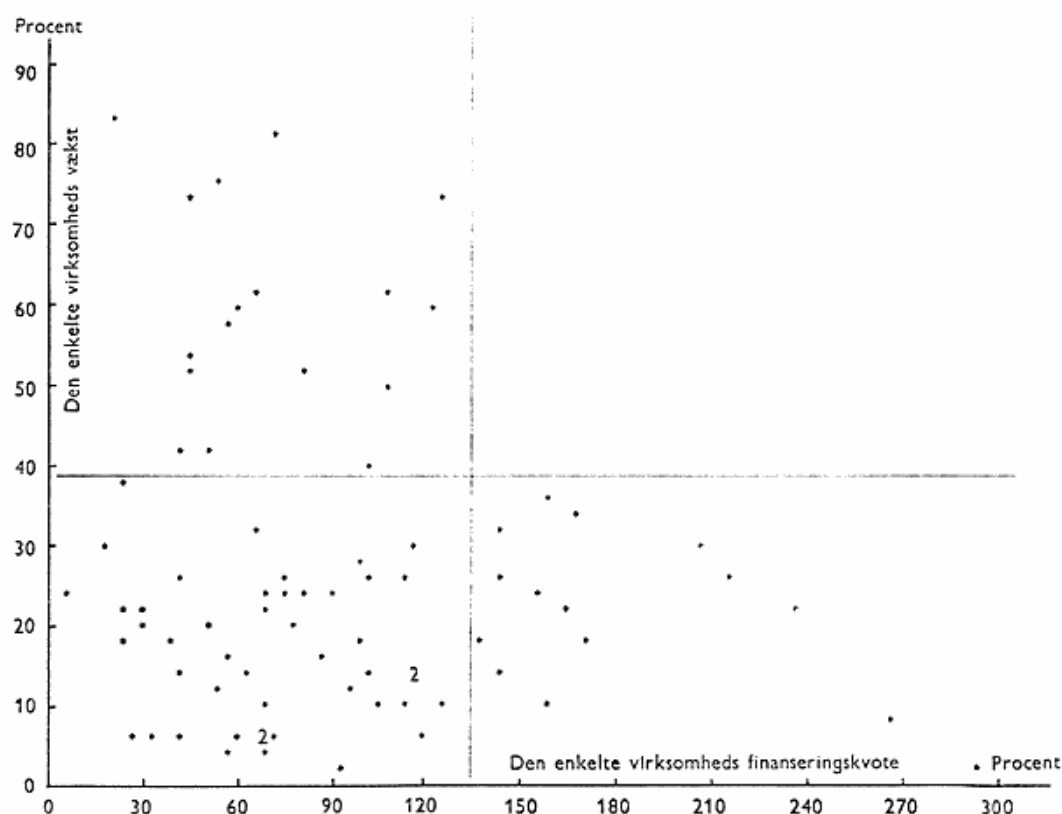


Fig. 4. Sammenhængen mellem væksten i industribedrifters værditilvækst fra 1966 til 1968 og deres finansieringskvote (= monetære aktiver/fremmedkapital).

Anm.: Bemærk at der er ingen virksomheder med kombinationen høj vækst/høj finansieringskvote. Samme virksomheder som i fig. 1.

almindelige rentekomkostning for udenlandske lån var på ca. $8\frac{1}{2}$ pct. p. a. (excl. kurssikring, som dog sjældent blev foretaget i undersøgelsesperioden).

Eet af pengepolitikens erklærede mål i 1970 var at tilskynde eksportvirksomhederne til låntagning i udlandet. Det er lykkedes at øge eksportørernes såvel som importørernes udenlandske gæld. Men den øgede likviditet, de derigennem har opnået, er for en stor del givet videre til hjemmemarkedsvirksomheder via bl.a. leverandørkreditte og med aftagende styrke gået videre ud i samfundet.

En tilsvarende effekt må man få ved forsøg med selektiv kreditpolitik - kreditpræferencer kan kun dårligt isoleres til enkelte brancher.

Og for dansk industri under ét må den øgede betydning af udenrigshandelen vanskeliggøre en selvstændig pengepolitik med kontraktivt sigte, også selv om Danmark kommer til at stå uden for EEC.

Finansiering og vækst

Lempelige finansieringsvilkår er ikke nok til at sikre en industribedrift høj vækst. Mangel på kredit kan højst virke som en bremse på ellers effektive virksomheder. Ved interviews med ledere af stærkt ekspanderende foretagender fik man i øvrigt nogle steder indtryk af en næsten utrolig opfindsomhed med hensyn til at låne penge. Dertil kommer, at mange virksomheder med kraftig ekspansion også har haft gode indtjeningsmuligheder. Alligevel antyder figur 4, at selv om der generelt ingen sammenhæng er mellem vækst og finansieringsforhold, så udelukker tilstrækkeligt stor vækst dog en høj likviditet og selvfinansierungsgrad. Det vil sige, at industriforetagender med særlig kraftig vækst i særlig grad er udsatte under en pengepolitisk stramning, som den vi har oplevet. Men nogle af dem har måske også i særlig grad evnen til at sno sig.