

Danske erhvervsvirksomheders gældsgrader i et internationalt perspektiv

Jakob Jessen
Unibørs

Folke Friis Frederiksen
Gudme Raaschou Bankaktieselskab

SUMMARY: The purpose of this article is to estimate the debt ratios of Danish listed commercial companies and to put them into international perspective. There are considerable differences in the debt ratios of Danish listed commercial companies both among sectors and within the individual sector, although these differences can only partly be statistically confirmed. Just as in foreign countries, the institutional setup – in the form of e.g. tax systems, cooperation between financial institutions and commercial companies, and the degree of public participation – has a decisive influence on the commercial companies' choice of funding sources. Moreover, it appears from the international comparison that Denmark ranges in between the groups of countries with so-called empirically high and low debt ratios.

1. Indledning

Det finansielle system i Danmark er kendetegnet ved at være et kreditbaseret system, hvor kreditinstitutter (primært penge- og realkreditinstitutter) står for den overvejende del af finansieringen af erhvervsvirksomheder. Efter liberaliseringen af valuta-bestemmelserne har danske erhvervsvirksomheder dog i stigende omfang anvendt udlandslån. Med kreditinstitutter som primær finansieringskilde for erhvervsvirksomheder kan det konstateres, at den i udlandet stigende tendens til »securitization« ikke er slået igennem i Danmark.¹

Hvorvidt man i Danmark vil opleve en stigende grad af securitization, herunder etablering af et egentligt erhvervsobligationsmarked, vil bl.a. afhænge af virksomhed-

Artiklen er indstillet til Zeuthen-prisen og bygger på forfatternes afsluttende opgave på cand. politstudiet. Det er planlagt i en senere artikel at analysere mulighederne for udbygning af et egentligt børsnoteret marked for erhvervsobligationer i Danmark, hvilket var hovedformålet med forfatternes afsluttende opgave. Der rettes en tak til professor Niels Thygesen, Københavns Universitet og professor Arthur Stonehill, Oregon State University, USA for kommentarer og forslag til artiklen.

1. Begrebet »securitization« dækker over to udviklingstendenser, jfr. Østrup (1989); (1) erhvervsvirksomheders direkte udstedelse af obligationer eller andre gældsbeviser, og (2) finansielle institutioners frasalg af aktiver via værdipapirudstedelse med sikkerhed i bestemte aktiver (structured finance). Vi behandler udelukkende punkt (1), og begrebet securitization vil i denne artikel ikke inkludere erhvervsvirksomheders eventuelle indirekte udstedelse via f.eks. realkreditobligationer.

Danske erhvervsvirksomheders gældsgrader i et internationalt perspektiv

Jakob Jessen
Unibørs

Folke Friis Frederiksen
Gudme Raaschou Bankaktieselskab

SUMMARY: The purpose of this article is to estimate the debt ratios of Danish listed commercial companies and to put them into international perspective. There are considerable differences in the debt ratios of Danish listed commercial companies both among sectors and within the individual sector, although these differences can only partly be statistically confirmed. Just as in foreign countries, the institutional setup – in the form of e.g. tax systems, cooperation between financial institutions and commercial companies, and the degree of public participation – has a decisive influence on the commercial companies' choice of funding sources. Moreover, it appears from the international comparison that Denmark ranges in between the groups of countries with so-called empirically high and low debt ratios.

1. Indledning

Det finansielle system i Danmark er kendetegnet ved at være et kreditbaseret system, hvor kreditinstitutter (primært penge- og realkreditinstitutter) står for den overvejende del af finansieringen af erhvervsvirksomheder. Efter liberaliseringen af valuta-bestemmelserne har danske erhvervsvirksomheder dog i stigende omfang anvendt udlandslån. Med kreditinstitutter som primær finansieringskilde for erhvervsvirksomheder kan det konstateres, at den i udlandet stigende tendens til »securitization« ikke er slået igennem i Danmark.¹

Hvorvidt man i Danmark vil opleve en stigende grad af securitization, herunder etablering af et egentligt erhvervsobligationsmarked, vil bl.a. afhænge af virksomhed-

Artiklen er indstillet til Zeuthen-prisen og bygger på forfatterens afsluttende opgave på cand. politstudiet. Det er planlagt i en senere artikel at analysere mulighederne for udbygning af et egentligt børsnoteret marked for erhvervsobligationer i Danmark, hvilket var hovedformålet med forfatterens afsluttende opgave. Der rettes en tak til professor Niels Thygesen, Københavns Universitet og professor Arthur Stonehill, Oregon State University, USA for kommentarer og forslag til artiklen.

1. Begrebet »securitization« dækker over to udviklingstendenser, jfr. Østrup (1989); (1) erhvervsvirksomheders direkte udstedelse af obligationer eller andre gældsbeviser, og (2) finansielle institutioners frasalg af aktiver via værdipapirudstedelse med sikkerhed i bestemte aktiver (structured finance). Vi behandler udelukkende punkt (1), og begrebet securitization vil i denne artikel ikke inkludere erhvervsvirksomheders eventuelle indirekte udstedelse via f.eks. realkreditobligationer.

ernes mulighed for i fremtiden at få opfyldt deres kapitalbehov hos kreditinstitutterne.

Formålet med denne artikel er at beskrive danske erhvervsvirksomheders gældsgrader og sætte dem i et internationalt perspektiv, hvorved de væsentligste forklaringer på gældsgradens størrelse og udvikling belyses.

Artiklen er delt op i fem afsnit, hvor afsnit 2 kort beskriver finansieringen af erhvervsvirksomheder i Danmark, mens der i afsnit 3 fokuseres på gældsgrader i de børsnoterede erhvervsvirksomheder. Endelig sættes de danske gældsgrader i et internationalt perspektiv i afsnit 4, hvorefter artiklen afrundes i afsnit 5.

2. Finansieringen af erhvervsvirksomheder i Danmark

Empiriske undersøgelser af danske erhvervsvirksomheders kapitaltilførsel i 1980'erne konstaterer, at der har været tale om betydelige forskydninger mellem de enkelte fordringshavere, jfr. Schaumann (1986) og Østrup (1989). Undersøgelserne bekræfter dog, at lån fra kreditinstitutter er langt den dominerende form for kapitaltilførsel til erhvervsvirksomheder. Selv om aktiemarkedet kun udgør en mindre rolle i de danske erhvervsvirksomheders finansiering, er dets betydning vokset siden 1980.

Siden midten af 1980'erne har der været tale om en kraftig stigning i udlån fra realkreditinstitutter og Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk (FIH), hvilket skal ses i sammenhæng med faldet i det generelle renteniveau samt det stigende aktivitetsniveau, jfr. Schaumann (1986). Allerede i 1984 fik realkreditinstitutterne adgang til at yde ikke-formålsbestemte lån til byerhvervsejendomme op til 60% af kontantværdien. Dette har også været medvirkende til den kraftige vækst i udlånet.

Udlandets andel af den samlede kapitaltilførsel til erhvervsvirksomhederne har været kraftigt stigende, hvilket bl.a. skyldes liberaliseringen af valutabestemmelserne samt stigende tiltro til den ændrede kronekurspolitik.

Kapitaltilførsel fra særlige finansieringsordninger, heriblandt subsidierede låneformer (d.v.s. lån ydet på rentelette vilkår), har gradvis mindsket sit omfang.

Østrup (1989) har kvantificeret danske erhvervsvirksomheders nuværende eksterne nettokapitaltilførselsbehov til sammenlagt at være steget til et niveau i størrelsesordenen 50 mia. kr. årligt. Denne kapitaltilførsel er fordelt over et bredt udvalg af instrumenter og fordringshavere. Den eksterne kapitaltilførsel udgør imidlertid kun ca. 60% af virksomhedernes kapitalbehov, idet de resterende 40% dækkes ved selvfinansiering, jfr. Danmarks Statistik (1989).²

3. Gældsgrader i børsnoterede erhvervsvirksomheder i Danmark

Ved belysning af den fremtidige securitization i Danmark er det relevant at analysere erhvervsvirksomheders nuværende finansieringskilder. Den manglende detaljerings-

2. Resultatet er behæftet med en vis usikkerhed som følge af forskelle i opgørelsesmetoderne.

grad i de aggregerede analyser (som foretaget i afsnit 2) medfører, at betydelige forskelle i passivsammensætningen mellem virksomheder inden for en branche og på tværs af brancher ikke belyses.

Som en konsekvens heraf har vi anvendt Handelshøjskolen i Københavns database Account Data DK. Databasen indeholder regnskabsoplysninger om indtjenings- og kapitalforholdene i alle selskaber noteret på Københavns Fondsbørs undtagen investeringsforeninger. Databasen giver desuden adgang til detaljerede oplysninger om den regnskabspraksis, som er anvendt i de pågældende virksomheders officielle regnskab.³ Nedenfor følger en kort beskrivelse af metodevalget ved estimationen af gældsgrader for danske børsnoterede erhvervsvirksomheder. For en mere grundig gennemgang henvises til Jessen & Frederiksen (1990).

Vi har afgrænset vores population til børsnoterede selskaber i kategorien handel & service samt industri. For at undgå problemer omkring forholdet moderselskab kontra datterselskab, indgår kun de selskaber, der aflægger koncernregnskab.

Populationen udgøres af 116 selskaber, der er grupperet efter det foreslåede brancheindeks på Københavns Fondsbørs, hvilket for handel & service samt industri indeholder 12 brancher.⁴ Langt den overvejende del af de 116 selskaber er noteret på børs I, i alt 97, mens antallet af selskaber på børs II og III udgør henholdsvis 7 og 12. Den største branche er byggematerialer og – komponenter med 23 selskaber, mens den mindste branche er industrielle serviceydelser på kun 2 selskaber.⁵

Vi har for overskuelighedens skyld valgt at fokusere på relativt få passivposter for de enkelte selskaber i populationen. Kapitalstrukturen er herefter beregnet efter følgende fire gældsgradsmål, som alle anvender bogførte værdier:

- (1) Gæld og hensættelser incl. minoritetsinteresser i pct. af balancesum.
- (2) Gæld og hensættelser excl. minoritetsinteresser i pct. af balancesum.
- (3) Langfristet gæld og hensættelser incl. minoritetsinteresser i pct. af balancesum.
- (4) Langfristet gæld i pct. af balancesum.

3. Der er på nuværende tidspunkt registreret maksimalt 8 års regnskaber for hvert selskab, d.v.s. oplysninger tilbage til 1982/83, hvor regnskaberne for første gang blev aflagt efter bestemmelserne i Årsregnskabsloven af 10. juni 1981.

4. Som foreslået i Aktieindeksarbejdsgruppen (1988): Københavns Fondsbørs' aktieindeks: Et revideret totalindeks og et indeks til brug for futures og optionsmarkedet. Københavns Fondsbørs.

5. Da nogle af selskaberne er opkøbt/fusioneret eller gået konkurs, og andre først er etableret i løbet af anden halvdel af 1980'erne, er antallet af selskaber i de pågældende år varierende. I de tre år vi har valgt at fokusere på (1983, 1986 og 1990), er antallet af selskaber i populationen henholdsvis 60, 90 og 116. De samlede balancesummer i populationen for de respektive år beløber sig til 96,5 mia. kr., 126,8 mia. kr. og 171,7 mia. kr.

Tabel 1. Gældsgrader for hele populationen (pct.)

Simpelt gns.	1983	1986	1990
Gæld & hensættelser incl. mino. int. i pct. af balancesum	64,3 (16,7)	60,3 (15,0)	59,4 (14,4)
Gæld & hensættelser excl. mino.int. i pct. af balancesum	63,0 (16,5)	58,9 (14,6)	57,8 (13,9)
Langfristet gæld & hensættelser incl. mino. int. i pct. af balancesum	22,0 (13,6)	21,4 (10,8)	21,9 (10,3)
Langfristet gæld i pct. af balancesum	16,2 (14,1)	14,0 (10,0)	16,2 (9,7)

Anm.: Spredningen fremgår af tallene i parentes.

Tabel 2. Gældsgrader for hele populationen (pct.)

Vægtet gns.	1983	1986	1990
Gæld & hensættelser incl. mino. int. i pct. af balancesum	73,2 (14,8)	68,6 (11,2)	65,3 (9,3)
Gæld & hensættelser excl. mino. int. i pct. af balancesum	70,9 (14,4)	66,7 (10,7)	63,5 (8,9)
Langfristet gæld & hensættelser incl. mino. int. i pct. af balancesum	31,6 (15,3)	26,9 (12,0)	27,0 (11,2)
Langfristet gæld i pct. af balancesum	26,2 (16,7)	20,7 (12,9)	21,1 (12,3)

Anm.: Spredningen fremgår af tallene i parentes.

De fire forskellige gældsgradsmål for brancherne er udregnet efter to metoder. Den første metode er beregning af et simpelt gennemsnit, d.v.s. de enkelte selskabers gældsgrader er lagt sammen, hvorefter de er delt med antallet i branchen. I den anden metode er gældsgraderne for de enkelte selskaber vægtet med selskabernes respektive andel af branchens balancesum, og dernæst summeret til en samlet gældsgrad for branchen.

Hvis gældsgrader udregnet efter de to metoder er lige store, må det alt andet lige betyde, at små og store virksomheder – målt på balancesummen – er lige gældsatte, d.v.s., at virksomhedsstørrelsen er underordnet for gældsforholdet. Som det fremgår af tabel 1 og 2, der viser gældsgrader beregnet for hele populationen, er gældsgrader udregnet som simpelt gennemsnit generelt mindre end de tilsvarende gældsgrader udregnet som vægtet gennemsnit. Dette indikerer således, at store virksomheder – alt andet

lige – er mere gældsatte end små virksomheder. En lineær sammenhæng mellem gældsgrad og balancesum kan dog ikke bekræftes statistisk.⁶

Det fremgår desuden af tabel 1 og 2, at der for hele populationen i den betragtede periode har været tale om et generelt fald i gældsgraderne og spredningen i disse. Ved yderligere at betragte tabel 4 fremgår det, at faldet i de vægtede gældsgrader⁷ for hele populationen fra 73,2% til 65,3% i tabel 2 primært er realiseret ved en stigende egenkapital og en reduktion i langfristet gæld.

Med hensyn til tabel 3 og 4 skal følgende kommentarer knyttes: De relativt lave gældsgrader inden for branchen medicin & hospitalsudstyr skal bl.a. ses ud fra de betydelige forsknings- og udviklingsressourcer, der anvendes i disse virksomheder. Der er således tale om betydelige immaterielle aktiver, hvorved konkursomkostninger⁸ vokser relativt hurtigt med voksende gældsætning og dermed hurtigt danner modvægt til skattekjoldet (nettorenteudgifternes skatteværdi).

En forklaring på, at de to brancher industrielle serviceydelser og konglomerater har relativt høje gældsgrader (kombineret med en relativt høj andel af minoritetsinteresser), skal muligvis findes i ISS's og Ø.K.'s adskillige virksomhedsopkøb i løbet af 1980'erne. Opkøbene er formentlig i overvejende grad finansieret ved hjælp af fremmedkapital.

Koncessioneret virksomhed er den branche, der anvender relativt mest langfristet gæld i sin finansiering. Således udgjorde langfristet gæld i 1990 48,0% af balancen. En af årsagerne til dette må findes i den lange investeringshorisont, der gælder for projekterne inden for denne branche (telefonselskaber, elektricitetsværker). Samtidig kan den offentlige sektor, som er medejer af nogle af disse selskaber, udvise en vis tilbageholdenhed/uvilje mod at indskyde yderligere aktiekapital. En anden mulig forklaring på de relativt høje gældsgrader kan være den høje kreditværdighed, som en lang række af disse virksomheder besidder, og som gør fremmedkapitalen til en relativt billig finansieringskilde. Den høje kreditværdighed stammer fra den garanti, som staten/kommunerne både direkte og indirekte stiller, hvorved sandsynligheden for, at selskabet vil opleve en konkurssituation/betalingsstandsning må formodes at være minimal. Derfor er denne branche kendetegnet ved at have en relativt høj gældsgrad, som dog har været faldende over den betragtede periode.

Sammenlagt kan det konkluderes, at der er tale om betydelige forskelle i gældsgrader mellem brancherne, spændende fra medicin & hospitalsudstyr med den laveste gældsgrad (43%) til industrielle serviceydelser med den højeste (75%).⁹ Ved statistisk

6. Det fremgår dog af beregnede t-værdier, at balancen bidrager til forklaring af virksomhedernes gældsgrad, men balancen kan ikke som den eneste forklarende variabel fastlægge gældsgraden.

7. Beregnet efter gældsgradsmål (1).

8. Konkursomkostninger kan henføres til forøget risiko for illikviditet, insolvens og konkurs med heraf følgende omkostninger til revisorer og advokater m.m.

9. Tallene i parentes er for 1990 og beregnet efter gældsgradsmål (1).

Tabel 3. Selskaber intervalfordelt efter gældsgradsmål (1) i pct.

	0 - 39,9	40 - 49,9	50 - 59,9	60 - 69,9	70 - 79,9	80 - 89,9	90 - 99,9	I alt
Andre forbrugsgoder og serviceydelser:								
1983	0,0	0,0	42,9	14,3	28,6	14,3	0,0	100,0
1986	14,3	14,3	28,6	28,6	7,1	7,1	0,0	100,0
1990	6,2	18,8	31,3	25,0	12,5	6,2	0,0	100,0
Byggematerialer og -komponenter:								
1983	10,0	20,0	40,0	20,0	0,0	10,0	0,0	100,0
1986	5,0	10,0	40,0	30,0	5,0	10,0	0,0	100,0
1990	0,0	21,7	21,7	30,4	13,0	13,0	0,0	100,0
Elektronik:								
1983	0,0	50,0	0,0	50,0	0,0	0,0	0,0	100,0
1986	0,0	25,0	25,0	50,0	0,0	0,0	0,0	100,0
1990	20,0	0,0	40,0	30,0	10,0	0,0	0,0	100,0
Entreprenørvirksomhed:								
1983	0,0	0,0	14,3	14,3	42,9	14,3	14,3	100,0
1986	0,0	11,1	0,0	33,3	22,2	22,2	11,1	100,0
1990	11,1	0,0	22,2	22,2	44,4	0,0	0,0	100,0
Industrielle serviceydelser:								
1983	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0	0,0	100,0
1986	0,0	0,0	0,0	50,0	50,0	0,0	0,0	100,0
1990	0,0	0,0	0,0	50,0	50,0	0,0	0,0	100,0
Kapitalgoder:								
1983	33,3	0,0	50,0	16,7	0,0	0,0	0,0	100,0
1986	20,0	26,7	20,0	20,0	13,3	0,0	0,0	100,0
1990	5,3	31,6	31,6	15,8	5,3	10,5	0,0	100,0
Kemi og råvareforarbejdning:								
1983	0,0	16,7	16,7	33,3	16,7	16,7	0,0	100,0
1986	0,0	25,0	25,0	12,5	37,5	0,0	0,0	100,0
1990	12,5	12,5	12,5	12,5	50,0	0,0	0,0	100,0
Koncessioneret virksomhed:								
1983	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	25,0	25,0	100,0
1986	0,0	0,0	0,0	25,0	50,0	0,0	25,0	100,0
1990	0,0	0,0	25,0	0,0	25,0	25,0	25,0	100,0
Konglomerater:								
1983	0,0	0,0	0,0	33,3	0,0	0,0	67,7	100,0
1986	0,0	0,0	25,0	25,0	0,0	50,0	0,0	100,0
1990	20,0	0,0	20,0	20,0	40,0	0,0	0,0	100,0
Landbrugsrelateret virksomhed:								
1983	0,0	0,0	33,3	0,0	33,3	33,3	0,0	100,0
1986	25,0	0,0	25,0	25,0	0,0	25,0	0,0	100,0
1990	14,3	28,6	14,3	28,6	14,3	0,0	0,0	100,0
Medicin og hospitalsudstyr:								
1983	50,0	50,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0
1986	25,0	75,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0
1990	33,3	66,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0
Nærings- og nydelsesmidler:								
1983	12,5	12,5	12,5	25,0	37,5	0,0	0,0	100,0
1986	0,0	25,0	12,5	50,0	12,5	0,0	0,0	100,0
1990	0,0	40,0	10,0	40,0	10,0	0,0	0,0	100,0

Tabel 4. Passivsammensætning fordelt på brancher i pct. af branchens balancesum.

Vægtet gns.	Egenkapital excl. mino.	Hensættelser	Langfristet gæld	Kortfristet gæld	Gæld i alt incl. mino.
Andre forbrugsgoder og serviceydelser:					
1983	27,2	4,3	14,1	53,1	69,6
1986	30,6	4,8	13,0	49,9	64,5
1990	38,5	6,7	9,2	45,1	54,8
Byggematerialer og -komponenter:					
1983	23,0	3,3	28,3	44,7	73,7
1986	28,7	4,8	21,1	42,6	66,4
1990	28,9	3,9	19,3	44,1	67,2
Elektronik:					
1983	38,3	2,9	8,1	43,2	58,8
1986	43,4	3,9	10,4	42,1	52,6
1990	50,2	2,4	14,8	32,6	47,5
Entreprenørvirksomhed:					
1983	20,8	5,9	4,6	68,4	73,3
1986	22,7	6,1	5,0	65,4	71,2
1990	36,9	3,9	14,4	44,0	59,2
Industrielle serviceydelser:					
1983	25,1	3,3	11,2	50,0	71,5
1986	30,1	4,1	10,3	46,9	65,9
1990	24,9	3,7	12,2	50,8	71,4
Kapitalgoder:					
1983	52,6	3,2	10,6	32,7	44,3
1986	50,4	4,2	8,3	36,8	45,4
1990	34,9	3,2	12,4	49,4	61,9
Kemi og råvareforarbejdning:					
1983	30,4	2,5	14,9	51,3	67,2
1986	39,6	5,6	15,2	38,6	54,8
1990	45,9	3,0	17,6	32,2	51,1
Koncessioneret virksomhed:					
1983	20,2	1,5	56,9	21,4	78,4
1986	25,9	2,3	49,5	22,3	71,9
1990	26,8	1,0	48,0	24,2	72,2
Konglomerater:					
1983	20,0	1,3	26,6	46,4	78,8
1986	21,9	2,1	25,2	45,9	76,0
1990	27,6	2,4	27,1	38,4	70,0
Landbrugsrelateret virksomhed:					
1983	22,4	3,0	34,7	37,4	74,6
1986	26,9	5,1	22,2	45,2	68,0
1990	42,9	3,2	16,1	37,8	53,9
Medicin og hospitalsudstyr:					
1983	66,3	1,7	7,7	24,3	32,1
1986	59,6	1,8	10,5	27,6	38,5
1990	56,7	1,7	9,0	32,6	41,6
Nærings- og nydelsesmidler:					
1983	31,2	5,4	21,3	40,2	63,4
1986	34,8	6,3	16,5	40,8	58,9
1990	35,1	8,0	16,4	39,4	56,9
Samtlige brancher:					
1983	26,8 (14,8)	3,0 (1,9)	26,2 (16,7)	41,7 (13,4)	70,2 (15,6)
1986	31,4 (11,2)	4,2 (1,7)	20,8 (12,9)	41,8 (11,9)	64,4 (11,1)
1990	34,7 (9,3)	4,0 (2,6)	21,1 (12,3)	38,3 (7,5)	61,3 (9,7)

Anm. Tallene i parentes angiver spredningen

efterprøvning fremgår det dog, at der ikke i større omfang er tale om signifikante forskelle mellem branchernes gældsgrader.¹⁰

4. Internationale gældsgrader og finansieringsmønstre – en undersøgelse af danske forhold versus internationale

I forbindelse med vurderingen af det fremtidige omfang af securitization i Danmark er det interessant at analysere danske virksomheders finansieringsadfærd og gældsgrader i relation til virksomheder i andre lande. Interessen opstår bl.a. som følge af de seneste års debat om de mikro- og makroøkonomiske effekter (bl.a. for økonomisk politik) af øget gældsætning, specielt i USA.¹¹

Siden Stonehill & Stitzel's undersøgelse fra 1969 har der været foretaget adskillige empiriske undersøgelser af virksomheders kapitalstruktur i forskellige lande.¹² Hovedkonklusionerne fra undersøgelserne er, at gældsgrader varierer betydeligt mellem lande, men ikke mellem virksomheder i samme land. At visse lande har ens gældsgradsniveau skyldes primært kulturelle faktorer (politisk system, lovgivning, skattesystem og øvrige institutionelle forhold) fremfor industristruktur og virksomhedsstørrelse.

Vi har i vores sammenligning af finansieringsforhold for erhvervsvirksomheder i en række udvalgte lande anvendt OECD's publicerede regnskabstal for ikke-finansielle virksomheder i medlemslandene. Tabel 5 er opdelt på tre grupper af lande; lande med lav gældsgrad, lande med høj gældsgrad og øvrige lande. Traditionelt har de angelsaksiske lande lave gældsgrader, jfr. Borio (1990).

Gældsgraden er defineret som kort- og langfristet gæld i forhold til balancesummen. Hensættelser føres under egenkapitalen. På trods af, at vi i afsnit 3 både udregner vægtede og uvægtede gældsgrader for en population af børsnoterede selskaber i Danmark, har vi valgt kun at medtage den vægtede gældsgrad. Hermed er vores tal udregnet i overensstemmelse med OECD's metode.

Ved en international sammenligning af gældsgrader skal det pointeres, at denne må tages med betydeligt forbehold som følge af de respektive landes regnskabslovgivning og -principper samt variationer i nationalregnskabsopgørelser o.s.v. Ved en sammenligning har to overordnede forhold interesse:

10. Nulhypotesen om ens middelværdi mellem brancherne kan bekræftes i 46 ud af de 65 mulige kombinationer ved et signifikansniveau på 0,05. Der er yderligere foretaget et statistisk test for afhængighed mellem brancherne og deres gældsgradfordeling (intervalfordelingen i tabel 3), hvilket ikke kunne bekræftes.

11. Listen med bidrag inden for dette eller relaterede områder er næsten udtømmelig; bl.a. kan nævnes Friedman (1986), Paulus (1986), Taggart (1986), Davis (1987), Greenspan (1989), McCauley & Zimmer (1989), Bernanke, Campbell & Whited (1990), Borio (1990) samt Remolona (1990).

12. Udover Stonehill & Stitzel (1969) kan af nyere bidrag nævnes Collins & Sekely (1983), Kester (1986), Sekely & Collins (1988) samt Lee & Kwok (1988).

Tabel 5. Gældsgrader for ikke-finansielle virksomheder i udvalgte lande. Baseret på bogførte værdier. I pct.

	1970	1975	1980	1983	1985	1986	1987	1988	1989
<i>Lav gældsgrad:</i>									
USA	45	34	32	33	38	40	41	43	45
England	53	53	52	54	53	52	54	51	56
Canada	46	42	44	44	44	44	44	45	47
<i>Høj gældsgrad:</i>									
Japan	85	87	84	83	81	81	81	81	i.o.
(Vest-)tyskland	65	65	66	65	63	62	60	60	60
Frankrig	66	72	67	70	69	66	63	65	72
<i>Øvrige lande:</i>									
Holland			57	57	57	55	56	60	i.o.
Danmark	65	63	63	59	58	58	58	58	58
- vægtet				68		63			59

Ann.: i.o. = ikke oplyst. Gældsgrad for Danmark i 1989 på 58% er forudsat, at egenkapital er inkl. estimerede hensættelser på 6%. Vægtet gældsgrad for Danmark er vores egne beregninger, og er udregnet som gæld ekskl. hensættelser og minoritetsinteresser i forhold til balancesum. Vægtet gældsgrad for Danmark i 1989 er 1990-tal.

Kilde: OECD: *Non-Financial Enterprises Financial Statements*, diverse årgange. Tal fra USA i 1989 er dog fra Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington: *Balance Sheets For the U.S. Economy 1945-89*. April 1990.

(1) Gældsgradernes niveau (tværsnitsanalyse)

(2) Spredning i gældsgraderne (tidsrækkeanalyse).

Med hensyn til gældsgradernes niveau bekræfter tabellen den sædvanlige opdeling på lande med henholdsvis høj og lav gældsgrad; gældsgraderne for Japan, Frankrig og (Vest-)tyskland ligger over og gældsgraderne for England, Canada og USA ligger under et gældsgradsniveau på 60%. Holland og Danmark placerer sig mellem grupperne.

Udviklingen i gældsgraderne i USA adskiller sig væsentligt fra de øvrige lande ved en kraftig stigning på ca. 41% i gældsgraden siden 1980.¹³ I særlig grad har (Vest-)tyskland og Danmark oplevet faldende gældsgrader i samme periode, mens de øvrige lande er kendetegnet ved mindre fald eller uændret niveau.¹⁴ Sammenlagt tyder dette på en vis konvergens i gældsgraderne landene imellem.

13. Den *reelle* amerikanske udvikling kan være svær at kvantificere. Den juridiske og regnskabsmæssige opdeling af egen- og fremmedkapital er blevet væsentligt mere problematisk: En større del af virksomhedernes udstedte gæld (specielt junk bonds) i 1980'erne er udstedt med »equity kickers«, d.v.s. aktielignende afkast, jfr. Kopcke (1989).

14. Remolona (1990) anvender en anden kilde end os, men når til de samme resultater. Borio (1990) anvender historiske anskaffelsespriser for USA og Canada, hvilket i begge tilfælde medfører en højere gældsgrad, men udviklingen i gældsgraderne ændres ikke. Borio (1990) finder, at opdelingen af lande

Tabel 6. Kapitaltilgang og kapitalanvendelse. Gennemsnit over årrække; pct. af henholdsvis samlet tilgang og anvendelse.

	Canada 1983-88	Frankrig 1983-87	V.tyskland 1983-87	Japan 1984-88	Holland 1983-87	England 1983-88	USA 1983-88	Danmark 1987
<i>Kapitaltilgang:</i>								
Selvfinansiering	64,4	88,7	104,6	64,2	88,6	83,8	78,7	65,0
<i>Ekstern</i>								
finansiering	35,6	11,3	-4,6	35,8	11,4	16,2	21,3	35,0
kort gæld	3,3	-8,8	-10,0	14,2	-0,2	-2,4	2,5	i.o.
varekreditorer	7,9	15,4	0,6	7,4	5,4	-6,2	2,6	3,0
lang gæld	9,9	1,4	2,3	10,4	2,9	8,7	14,5	27,0
aktiekapital	14,6	3,3	2,6	3,8	3,4	16,1	1,8	5,0
<i>Kapitalanvendelse:</i>								
Investeringer	80,7	105,2	92,6	99,3	81,0	84,6	75,0	100,0
anlægsaktiver	63,7	86,9	72,0	59,6	76,6	55,2	65,4	91,0
varelagre	4,1	-0,5	-6,4	7,6	3,3	10,0	3,1]- 8,0
finansielle aktiver	12,9	18,8	51,5	32,1	1,1	19,4	6,5	
Dividende	16,2	9,1	9,5	6,0	13,9	14,1	22,4	i.o.
<i>Residual</i>	3,1	-14,2	-2,1	-5,3	5,1	1,3	2,6	17,0

Anm.: i.o = ikke oplyst. Finansielle aktiver inkluderer virksomhedsopkøb. For Danmark dækker selvfinansiering ikke over samme cash flow begreb som de øvrige lande; selvfinansiering er lig overskud efter skat og udbytte justeret for bogholderimæssige dispositioner uden likviditetsvirkning (afskrivninger m.v.) plus salg af aktiver. For Danmark er arbejdskapital rubriceret som sum af varelagre og finansielle aktiver. For Danmark er residual på 17 pct. lig indfrielse af langfristet gæld.

Kilde: Danmarks Statistik (1989), Borio (1990) og Remolona (1990).

I det følgende vil vi gennemgå mulige forklaringer på de konstaterede forhold. Det bør nævnes, at gennemgangen ikke er udtømmende, men de berørte emner repræsenterer – efter vores opfattelse – de sammenhænge, som formentligt bedst kan forklare de oven for konstaterede forhold.

Kapitalstrukturteoretisk sammenhæng

Tabel 6 viser kapitaltilgangen og -anvendelsen for børsnoterede industrivirksomhed-

med høj og lav gældsgrad yderligere bekræftes ved beregning af nettogældsgrader (fratrækning af virksomheders beholdninger af gæld og egenkapital i de tilsvarende poster på balancens passivside). Gældsgrader opgjort til markedsværdier er generelt lavere end tilsvarende gældsgrader opgjort til bogført værdi. Årsagen hertil skal primært findes i de stigende aktiekurser efter 1982, jf. Borio (1990).

er i de enkelte lande over en årrække.¹⁵ Vi har tilnærmelsesvis illustreret danske forhold ved at anvende finansieringsadfærd for virksomheder inden for råstofudvinding og industri i alt i 1987.¹⁶

Med udgangspunkt i tabel 6 (excl. Danmark) diskuterer Remolona (1990) forskelle mellem landene med hensyn til *spredning* i gældsgraderne over tid ud fra to kapitalstrukturteorier:

(1) *Optimal gældsgrad/kapitalstruktur*. Målsætningen er bestemt af bl.a. kreditmarkedernes indbyrdes forhold, skattemæssig behandling af afkast på aktiver, volatiliteten i virksomhedens indtjening, konkursomkostninger og agentproblemer i relation til anvendelse af egen- og fremmedkapital.

(2) *kapitalstrukturen afspejler historiske finansieringsovervejelser*. På et vilkårligt tidspunkt vil virksomheden matche sit kapitalbehov med den billigste finansieringskilde. I forlængelse af Donaldson's (1961) hakkeordenteori postulerer Myers & Majluf (1984) i deres udlægning, at virksomheder foretrækker selvfinansiering fremfor gældsfinansiering¹⁷, hvorved størrelsen i det interne netto cash flow forklarer udviklingen i gældsgraderne. Netto cash flow skal her opfattes som cash flow fratrukket forventet dividend og investeringsbehov.

Grundet mangel på empirisk bekræftelse af teorien om optimal kapitalstruktur undersøges specielt hakkeordenteoriens evne til at forklare landenes finansieringsadfærd.¹⁸ Ved at opdele virksomhederne i de enkelte lande i tre grupper med varierende

15. En negativ residual i tabellen indikerer, at den samlede opgjorte kapitaltilgang er mindre end den opgjorte kapitalanvendelse. Residualerne for andre lande end Danmark opstår som følge af, at tabellen ikke er genereret ud fra en likviditetsbeskrivelse (finansieringsanalyse), men ud fra regnskabstal fra resultatopgørelsen og balancen. For Danmark er tabellen baseret på ændringer i balanceposter.

16. En større svaghed ved denne tilnærmelse er den manglende mulighed for at kvantificere graden af adgang til kapitalmarkederne. Derudover gælder der en række institutionelle forhold; bl.a. i hvor stor grad de forskellige landes kapitalmarkeder er udbygget. I relation hertil kan den relativt udbredte anvendelse af langfristet gæld i Danmark formentlig forklares ud fra et særdeles veludbygget realkreditsystem.

17. Den centrale problemstilling er, at ledelsen i virksomheden har bedre information end agenterne på kapitalmarkederne. Ledelsen vil udstede nye aktier, hvis den mener, at aktiemarkedet overvurderer selskabets aktier. Investorerne vil opfatte dette som et tegn på, at virksomhedens fremtidige indtjeningsevne er overvurderet, og de nye aktier vil kun kunne afsættes med en discount. Virksomhedsledelsen vil for at undgå dette problem selvfinansiere i et sådant omfang, at den kan iværksætte alle investeringsprojekter med positiv nutidsværdi. Hvis ekstern finansiering alligevel bliver nødvendig, vil virksomheden først emitte gæld og derefter aktier. Eksistens af asymmetrisk information vil gøre gældsfinansiering billigere end aktiekapital, idet gælden er mindre risikofyldt; således vil behovet for information og de dermed forbundne omkostninger være mindre for gæld end for aktiekapital.

18. Der har i nyere tid kun været foretaget indirekte empiriske undersøgelser af hakkeordenteorien: Fazzari, Hubbard & Petersen (1988) finder, at virksomhedens cash flow har signifikant indflydelse på virksomhedens investeringsomfang. Baskin (1989) finder en kraftig negativ korrelation mellem indtjening og gældsgrad, der - givet positiv korrelation mellem indtjening og cash flow - indikerer, at virksomheder med betydeligt positivt netto cash flow undgår optagelse af ny gæld eller direkte mindsker gælden.

netto cash flow størrelser, finder Remolona (1990), at

(1) virksomheders overvejelser om et optimalt mål for gældsgraden tilsyneladende styrer forholdet mellem langfristet gæld og balancen, mens

(2) virksomheders hakkeordenovervejelser styrer forholdet mellem samlet gæld og balance.

(3) Sammenlagt tilpasses den langfristede gæld til opnåelse af en optimal kapitalstruktur, mens kortfristet gæld tilpasses de løbende cash flow udsving (buffer-tankegang).

Faldende gældsgrader i de fleste lande bortset fra USA skyldes således, at virksomhederne har haft et betydeligt positivt netto cash flow, der er anvendt til indfrielse af gæld eller har medført en lavere anvendelse af gæld ved investeringer. Vesttyske virksomheder har haft de største positive netto cash flow, og har dermed haft de kraftigst faldende gældsgrader. Stigningen i amerikanske gældsgrader skyldes tilsyneladende, at en del af virksomhederne med betydeligt positivt netto cash flow - modsat hakkeordenteorien - har optaget store mængder langfristet gæld og anvendt provenuet til at tilbagekøbe aktiekapital. Tilbagekøbene af aktiekapital kan ikke umiddelbart forklares, men anvendelsen af gæld til finansieringen af transaktionen tyder på en ændret holdning til anvendelse af fremmedkapital i USA.

Skattesystem

Borio (1990) undersøger skattesystemets indflydelse på gældsgraderne i G7-landene ud fra betragtning af en national investors efter-skat afkast på aktiekursgevinst (henlagt overskud), renteindtægter (låntagning) og dividende (udstedelse af aktiekapital) i de respektive lande. Parenteserne udtrykker finansieringskilden. Den teoretiske hakkeorden kan herudfra opstilles som:

$$(1-t_c)(1-t_{kg}) > (1-t_{pb}) > (1-t_c) \text{ DIVI} (1-t_{divi}),$$

hvor t_c	=	den marginale selskabsskatteprocent
t_{kg}	=	den marginale skatteprocent på kursgevinster
t_{pb}	=	den marginale personlige indkomstskatteprocent for obligationer
t_{divi}	=	den marginale dividendeskatteprocent
DIVI	=	én enhed bruttodividende pr. enhed udloddet indtjening.

Hvis der ydes skattegodtgørelse, vil DIVI antage værdier større end 1. Baseret på estimater for de enkelte landes skattesatser i 1985 kommer Borio (1990) frem til, at samtlige landes skattesystemer (med undtagelse af Vesttyskland)¹⁹ favoriserer låntag-

ning fremfor enhver form for egenkapital. Inden for egenfinansiering favoriseres henlagt overskud fremfor udstedelse af aktiekapital. Dette er i klar modstrid med tabel 6, hvor samtlige lande primært anvender selvfinansiering.

Borio (1990) konkluderer, at der er en begrænset korrelation ved sammenligning af faktiske gældsgrader med en rangordning af landene på basis af gældsfinansieringens skattefordel fremfor de øvrige to finansieringskilder. Dog har USA med stigende gældsgrad samtidig den største skattemæssige favorisering af gældsfinansiering²⁰.

Med ønsket om inddragelse af Danmark, er der i 1988 lavet en større undersøgelse af skatteincitamentet til virksomheders investering i realaktiver (maskiner og bygninger), jfr. Sørensen (1988). Sørensen (1988) konkluderer, at de danske ændringer i skattesystemet i 1980'erne har medført en væsentlig diskrimination mellem gælds- og egenfinansiering til fordel for gældsfinansiering. Ved egenfinansiering er der et større skattemæssigt incitament til anvendelse af henlagte overskud fremfor aktiekapitaludvidelse.²¹

Resultaterne for Danmark er således helt i tråd med resultatet af de udenlandske undersøgelser, der ændrer rækkefølgen i hakkeordenteorien ved inddragelse af aktuelle skattesystemer. Som for de øvrige lande er der heller ikke for Danmark overensstemmelse mellem tabel 6 og de skattemæssigt betingede finansieringspræferencer.

Øvrige institutionelle forklaringer

Med hensyn til gældsgradernes *niveau* henfører Remolona (1990) forskelle mellem landene til forskelle i de finansielle systemer, og afviser samtidig, at forskelle i landenes industristruktur har nogen forklaringssevne.²² Vi har ikke umiddelbart ved sammenligning af Danmark med de øvrige lande kunnet påvise, at industristrukturen spiller en væsentlig rolle ved forklaring af forskellene i de enkelte landes gældsgrader.

I undersøgelser af forskelle i gældsgrader og kapitalomkostninger mellem (primært)

19. I (Vest-)tyskland vil investorer – ud fra en rent skattemæssig betragtning - gennemsnitligt være indifferente mellem låntagning og udstedelse af ny aktiekapital, mens henlagt overskud er mindst favorabelt.

20. Den skattemæssige favorisering er efter den amerikanske skattereform i 1986 opstået som følge af modsatrettede forhold; reducerede skattesatser (højeste personlige skattesats er nedsat til 33 pct. og selskabsskatten er nedsat til 34 pct.) er bl.a. blevet opvejet af mindskede afskrivningsmuligheder og fuld beskatning af kursgevinster, jfr. OECD (1990).

21. Resultatet er baseret på en lang række restriktive antagelser, hvor specielt anvendelsen af en neoklassisk investeringsmodel uden usikkerhed bør nævnes. Desuden er en række af forudsætningerne ikke opfyldt i dag (1991); f.eks. er selskabsskatten sat til 50 pct., hvilket har stor indflydelse på det skattemæssige subsidie til lånefinansiering i kraft af fradragsretten for inflationspræmien i den nominelle rente. Yderligere er der kalkuleret med en definitiv 20 pct. skat på udbytte.

22. Argumentet baseres på en undersøgelse af Joëlle Laudy og Daniel Szpiro (1989): Des Entreprises Industrielles Plus Endettées en France que dans les Autres Pays Européens. *Economie et Statistique*, nr. 217/218.

Tabel 7. Aktiebaserede kontra kreditbaserede systemer

Aktiemarked:	Aktiebaserede:			Kreditbaserede:				
	Lande med lav gældsgrad: USA	England	Canada	Lande med høj gældsgrad: Japan	Tyskl.	Frank.	Øvrige lande: Holland	Danmark
Markedsværdi i pct. af BFI, 1990	57	93	81	172	25	29	45	32
Aktieomsætning i pct. af markedsværdi, 1990	58	73	15	32	289	37	69	31
Indenlandske selskaber noteret på børs, 1990	6.338	1.946	1.763	2.765	649	443	260	248
10 største virksomheder i pct. af total markedsværdi, 1987	14	25	24	31	46	23	76	35

Anm.: USA: NYSE, Amex og NASDAQ. Canada: Toronto og Montreal. Japan: Tokyo og Osaka. Tyskland: 8 regionalbørser. Dobbeltregistrering af handler i England, Holland og Tyskland i omsætningstal. Markedsværdi og omsætning for Danmark er incl. udenlandske virksomheder noteret på Københavns Fondsbørs.

Kilde: Solnik (1988), OECD: Economic Outlook, December 1990 og Federation of The German Stock Exchanges (1991).

USA, Vesttyskland og Japan fremhæves bl.a. flere kulturelle og historiske årsager til de konstaterede forskelle. Specielt fremhæves den grundlæggende virksomhedsfilosofi, relationer mellem finansielle institutioner og virksomheder samt graden af offentlig indblanding som typiske forklaringer.

Stonehill & Dullum (1990) argumenterer i deres opdeling af lande i angelsaksiske og ikke-angelsaksiske for, at forskelle i de to gruppers kapitalmarkeder skyldes to skarpt adskilte virksomhedsfilosofier; ifølge den angelsaksiske »Stockholder Wealth Maximization« filosofi fokuserer virksomhedsledelsen udelukkende på maksimering af de nuværende aktionærs fremtidige forbrugsmuligheder gennem afkast på deres aktieinvestering i virksomheden. Ifølge den ikke-angelsaksiske »Corporate Wealth Maximization« filosofi har ledelsen et ansvar over for flere interessegrupper (medarbejdere, forretningsforbindelser, aktionærer etc.), hvorved virksomheden får flere målsætninger. En alternativ opdeling af landene i henholdsvis aktie- og kreditbaserede finansielle systemer giver en intuitiv forståelse for de (teoretisk) formulerede virksomhedsmålsætninger. Tabel 7 illustrerer f.eks. den udbredte anvendelse af aktiemarkedet blandt amerikanske virksomheder.

Med undtagelse af Japan (og Holland) ses aktiemarkedene at udgøre en væsentlig andel i lande med lav gældsgrad. Specielt USA er desuden kendetegnet ved et stort og aktivt aktiemarked, hvis man fokuserer på antal noterede virksomheder og omsætningen på aktiemarkedet.²³ Solnik (1988) anvender de 10 største børsnoterede virksomheders andel af aktiemarkedets markedsværdi til investorerelaterede porteføljebetragtninger, men tallene er samtidig udtryk for virksomheders generelle anvendelse af aktiemarkedet trods forskelle i f.eks. virksomhedsstørrelse.²⁴

Den brede anvendelse af aktiemarkedet i lande med lav gældsgrad fremfor de øvrige lande skal dog ses i sammenhæng med samspillet mellem finansielle institutioner og virksomheder. Det teoretiske udgangspunkt er den asymmetriske informationsteori, jfr. Borio (1990); lande med høje gældsgrader er kendetegnet ved en koncentration af lavt omsættelig gæld på relativt få finansielle institutioner. Desuden yder finansielle institutioner dobbelt finansiering til virksomheder via långivning og samtidig ejerskab af aktiekapital.²⁵

Gældskoncentrationen mindsker virksomheders freerider-muligheder og indbyder samtidig til et mere langvarigt samarbejde mellem långiver og -tager. Hermed opstår alt andet lige en større kreditoraccept af høje gældsgrader.²⁶ Generelt bliver en opdeling på egen- og fremmedkapital mindre væsentlig.

Finansielle institutioners simultane ejerskab af gæld og aktiekapital i virksomheder reducerer interessekonflikter mellem fordringshavere og giver alt andet lige mulighed for højere gældsgrader, jfr. McCauley & Zimmer (1989). Dette forekommer især i (Vest-)tyskland og i Japan, hvor bankerne henholdsvis besidder aktieposter og deltager i virksomhedsnetværk (»keiretsu«).²⁷

Landenes finansielle systemer er i praksis opstået inden for tre (delvis lovgivningsafledte) organisatoriske rammer, jfr. Grilli (1989):

23. Det er dog forbundet med stor usikkerhed at sammenligne omsætningstal mellem landene grundet varierende registreringsomfang af daglig omsætning. Både England, Holland og Tyskland har overvurderede omsætningstal som følge af dobbeltregistrering af handler.

24. Tallet for Holland skyldes primært virksomheden Royal Dutch Petroleum, der udgør ca. 40 pct. af aktiemarkedet.

25. Begge punkter kan ses som midler til at reducere separeringen af opsparing fra investeringsbeslutninger, jfr. Lewis (1990). Det simultane ejerskab kan desuden reducere de såkaldte »agency costs« (långivningsklausuler, overvågningstiltag m.v.), som beskrevet af Jensen & Meckling (1976).

26. I Japan opstod efter 2. Verdenskrig de såkaldte virksomhedsnetværk (»keiretsu«) som afløsning for de tidligere »zaibatsu«. Virksomheder i den sidstnævnte gruppe var sammenknyttede primært som følge af dominerende aktieposter (pendant til holdingselskaber). De nuværende »keiretsu« er primært baseret på personlige kontakter og handelssamkvem mellem banker og en række virksomheder. Eksistens af både bank og de øvrige virksomheder medfører meget fleksible långivningsbetingelser, jfr. Imai (1987-88).

27. Man kan argumentere for, at amerikanske virksomheders anvendelse af bl.a. junk bond markedet og LBO-aktiviteter har mindsket de institutionelt betingede forskelle i graden af anvendelse af fremmedkapital.

Tabel 8. *Finansielle systemer og bankers tilknytning til erhvervsvirksomheder.*

Land:	System:			Tilknytning til erhvervsvirksomheder:
	(1)	(2)	(3)	
USA	x	→	(x)	Såkaldte »bank holding companies« er begrænset til aktiviteter i tæt tilknytning til normal bankaktivitet. Må dog tilsammen eje max. 5 pct. af stemmer og 25 pct. af aktiekapital i virksomheder. »Commercial banks« må eje max. 49 pct. af små virksomheder.
England		(x) ←	x	Ingen formel lovgivning, men retningslinier om accepteret grad af indbyrdes ejerskab mellem banker, øvrige finansielle institutioner og virksomheder.
Canada	x			Banker må eje max. 10 pct. af aktiekapitalen i virksomheder.
Japan	x	→	(x)	Banker må eje max. 5 pct. af aktiekapitalen i virksomheder.
Tyskland		x		Der er ingen begrænsning på bankers ejerandel i virksomheder. Engagement med enkeltkunde og samlede engagementer (inkl. investering i skibe og fast ejendom) må ikke overstige henholdsvis 50 og 100 pct. af bankens egenkapital.
Frankrig		(x) ←	x	Der er ingen begrænsning på bankers ejerandel i virksomheder, dog max. 20 pct. af bankens egenkapital i enkelt virksomhed. Engagement med enkeltkunde og samlede engagementer må ikke overstige henholdsvis 15 og 50 pct. af bankens egenkapital.
Holland		x		Der kræves officiel godkendelse ved ejerandel over 5 pct. i ikke-bankvirksomheder.
Danmark		x		Pengeinstitut må anbringe max. 15 pct. af sin egenkapital i en enkelt virksomhed og må i alt eje aktier svarende til max. 75 pct. af sin egenkapital. Engagement med enkeltkunde må max. udgøre 35 pct. (undtagelsesvis 50 pct.) af egenkapital. Ved omstrukturering af virksomhed kan pengeinstitut eje dominerende andel i virksomheden i kortere periode.

Anm.: En pil indikerer, at landet bevæger sig mod dette system. »Virksomheder« i tabellen refererer til erhvervsvirksomheder. Tabellen tager ikke højde for bankers undvigelse af regler via f.eks. holdingselskabskonstruktioner.

Kilde: Baseret på OECD (1987), Østrup (1989), Borio (1990) samt Lewis (1990).

(1) Systemer, hvor bankaktiviteter er adskilt fra værdipapirrelaterede aktiviteter primært som følge af forskellig risikoprofil.

(2) Universalbanksystemer, hvor en institution kan tilbyde alle finansielle ydelser såsom almindelige bankforretninger, børsmægleraktiviteter, porteføljestyring etc.

(3) Systemer, hvor bankaktiviteter og aktiviteter i tilknytning til det primære marked (førstegangsudstedelse af værdipapirer via privat placering eller børsnotering) er adskilt fra det sekundære marked (efterfølgende prisfastsættelse af værdipapirer).

Hvis de finansielle systemer kombineres med bankernes tilknytning til erhvervsvirksomheder, kan tabel 8 opstilles.

Med hensyn til EF-landene skal disse inkorporere 2. banksamordningsdirektiv fra 1989 i den nationale lovgivning inden 1. januar 1993. Direktivet medfører bl.a., at kreditinstitutters (herunder bankers) kvalificerede ejerandel²⁸ i en enkelt ikke-finansiel virksomhed og de samlede kvalificerede aktiebesiddelser i ikke-finansielle virksomheder højst må udgøre henholdsvis 15% og 60% af instituttets ansvarlige kapital før visse fradrag, jfr. Lewis (1990). Direktivets gennemførelse ses af tabel 10 at have varierende effekt på landenes nuværende praksis, hvorfor der tillades en 10-årig overgangsperiode, jfr. BIS (1990).

Det bør nævnes, at opdelingen i USA og Japan er lovgivningsmæssigt fastlagt i henholdsvis »Glass-Steagall Act« og § 65 i »Securities and Exchange Act«. I USA kan »commercial banks« dog efterhånden undvige disse begrænsninger, og desuden er »Glass-Steagall Act« ved at blive ændret. I Japan kan banker gennem virksomheder i »keiretsu'en« investere i finansielle institutioner med værdipapirrelaterede aktiviteter, jfr. Lewis (1990). Desuden forventes de lovgivningsmæssige begrænsninger i Japan ophævet i løbet af 1992, jfr. IFLR (1990).

Der kan således internationalt spores en tendens mod en form for universalbanksystem, jfr. f.eks. Lewis (1990).

I analysen af amerikanske, engelske, vesttyske samt japanske virksomheders kapitalomkostninger omtaler McCauley & Zimmer (1989) betydningen af den offentlige sektors grad af »akkomoderende politik«. Bl.a. gennem sikring af makroøkonomisk stabilitet (nedsat rentevolatilitet etc.) og eksternalisering af virksomhedsproblemer, skaber den offentlige sektor i (Vest)-tyskland og Japan mulighed for nationale virksomheders lave relative kapitalomkostninger (udover påvirkning gennem skattesystem etc.).²⁹

28. En kvalificeret aktiebesiddelse udgør mindst 10 pct. af aktiekapitalen eller stemmerettighederne eller skaber mulighed for at udøve signifikant indflydelse, jfr. Lewis (1990).

29. Et interessant (men ikke tilstrækkeligt belyst) aspekt er spørgsmålet om samfundsmæssige »dødvægtskab« ved bankers accept af høje gældsgrader. Subsidiering via kapitalomkostningerne højner alt andet lige f.eks. japanske virksomheders konkurrenceevne, hvor de i et velfungerende marked (med fuldkommen konkurrence) måske ville ophøre med at eksistere.

I problemfyldte japanske industrigrene kan den offentlige sektor gennemføre generelle kapacitetsreduktioner, hvor derved opståede omkostninger tillades eksternaliseret til andre dele af samfundet via højere outputpriser. I (Vest-)tyskland anvender den offentlige sektor i større omfang subsidier til forskellige industrier.³⁰

I relation til virksomheders kapitalomkostninger er pointen, at virksomheder - på trods af høje gældsgrader - kan opnå relativt lave kapitalomkostninger, fordi kreditors normale krav om risikopræmie mindskes gennem den offentlige sektors relativt *forudsigelige* politik, jfr. McCauley & Zimmer (1989).

Konvergens i internationale gældsgrader

De ovenfor refererede undersøgelser tyder på, at konvergens i gældsgrader landene imellem formentlig skyldes en vis tilnærmelse af de aktie- og kreditbaserede systemer:

Borio (1990) argumenterer for, at tilnærmelsen er opstået grundet stigende gældsgrader i lande (specielt USA) med tidligere lave gældsgrader. USA-bankers finansiering af 1980'ernes virksomhedsrestruktureringsbølge (specielt LBO's) vil dog ikke medføre samme grad af samarbejde mellem finansielle institutioner og virksomheder, da gælden er omsættelig og spredt på flere agenter (via f.eks. junk bond markedet).

McCauley & Zimmer (1989) bekræfter dette og tilføjer, at en tilnærmelse formentlig vil opstå via faldende gældsgrader i specielt Japan og (Vest-)tyskland, hvor samarbejdet mellem finansielle institutioner og virksomheder forventes reduceret. I Japan som følge af virksomheders øgede anvendelse af bl.a. euromarkedet og større gennemtrængning af udenlandske virksomheder i japanske industrier. I (Vest-)tyskland som følge af virksomheders øgede anvendelse af bl.a. midler fra interne pensionsfonde som finansieringskilde. Desuden grundet pres fra EF's side (2. banksamordningsdirektiv) om reducere af bankers ejerskab i industrien.

I den udstrækning virksomheders kapitalomkostninger afhænger af gældsgraden, vil eksistens af internationalt integrerede kapitalmarkeder medføre en konvergens i gældsgrader, jfr. Kopcke (1989). Hvis virksomheder i de respektive lande konkurrerer om de samme markeder, vil virksomheden med de laveste kapitalomkostninger alt andet lige have en komparativ fordel. Hvis kapitalmarkederne er integrerede, kan øvrige virksomheder være strategisk tvunget til at søge opnåelse af de samme gældsgradsinitierede kapitalomkostninger.

5. Konklusion

Analysen af gældsgrader i børsnoterede erhvervsvirksomheder i Danmark afdækker betydelige forskelle i gældsgradsniveau brancher imellem såvel som inden for de en-

30. (Vest-)tysklands medlemskab af EF begrænser dog denne mulighed. I Frankrig har den offentlige sektor traditionelt ejet eller været medejer i store dele af industrien og finansielle institutioner.

kelte undersøgte brancher, omend der statistisk ikke i større omfang er tale om signifikante forskelle. Endvidere viser sammensætningen af branchernes passiver, at kortfristet gæld er den største enkeltpost, idet den i gennemsnit udgør ca. 40% af erhvervsvirksomhedernes samlede passiver.

Ved sammenligning af de estimerede danske gældsgrader med udenlandske fremgår det, at Danmark befinder sig mellem de såkaldte landegrupper med empirisk høj og lav gældsgrad.

En isoleret betragtning af gældsgrader medfører, at danske erhvervsvirksomheder internationalt set ikke er særlig gældsatte, og at de dermed har basis for øget gældsætning under hensyntagen til den internationale konvergens.

Gennemgangen af mulige forklaringer på udviklingen og størrelsen i internationale gældsgrader illustrerer dog tydeligt, at hverken den enkelte danske virksomhed eller den samlede industri kan foretage så isoleret en betragtning. Ved kapitalstrukturovervejelser må der nødvendigvis skeles til bl.a. balancens aktivside og de forventede indtjeningsforhold.³¹ Det institutionelle setup i form af f.eks. skattesystem, samarbejde mellem finansielle institutioner og virksomheder samt graden af offentlig deltagelse har afgørende indflydelse på valget af finansieringskilder.

31. Det teoretiske argument er, at imperfektioner (skattesystem etc.) medfører, at virksomhedens finansierings- og investeringsbeslutninger ikke kan separeres.

Litteratur:

- Bank For International Settlements (BIS). 1990. *60th Annual Report. June.*
- Baskin, J. 1989. An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*. Spring, p. 26-35.
- Bernanke, B.S., J.Y. Campbell & T.M. Whited. 1990. U.S. Corporate Leverage: Developments in 1987 and 1988. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1:1990, p. 255-286.
- Borio, C.E.V. 1990. Leverage and Financing of Non-Financial Companies: An International Perspective. *BIS Economic Papers*. No. 27 - May.
- Collins, J. M. & W.S.Sekely. 1983. The relationship of Headquarters, Country and Industry Classification to Financial Structure. *Financial Management*. Autumn, p. 45-51.
- Danmarks Statistik. 1989. *Statistiske Efterretninger, Industri og energi*, 1989:9.
- Davis, E.P. 1987. Rising Sectoral Debt/Income Ratios: A Cause for Concern? *BIS Economic Papers*. No.20 -June.
- Donaldson, G. 1961. *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Boston, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration.
- Fazzari, S.M., R.G.Hubbard & B.C.Petersen. 1988. Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1:1988, p. 141-206.
- Federation of The German Stock Exchanges. 1991. *Annual Report 1990*.
- Friedman, B.M. 1986. Increasing indebtedness and financial stability in the United States. National Bureau of Economic Research. Working Paper no. 2072.

kelte undersøgte brancher, omend der statistisk ikke i større omfang er tale om signifikante forskelle. Endvidere viser sammensætningen af branchernes passiver, at kortfristet gæld er den største enkeltpost, idet den i gennemsnit udgør ca. 40% af erhvervsvirksomhedernes samlede passiver.

Ved sammenligning af de estimerede danske gældsgrader med udenlandske fremgår det, at Danmark befinder sig mellem de såkaldte landegrupper med empirisk høj og lav gældsgrad.

En isoleret betragtning af gældsgrader medfører, at danske erhvervsvirksomheder internationalt set ikke er særlig gældsatte, og at de dermed har basis for øget gældsætning under hensyntagen til den internationale konvergens.

Gennemgangen af mulige forklaringer på udviklingen og størrelsen i internationale gældsgrader illustrerer dog tydeligt, at hverken den enkelte danske virksomhed eller den samlede industri kan foretage så isoleret en betragtning. Ved kapitalstrukturovervejelser må der nødvendigvis skeles til bl.a. balancens aktivside og de forventede indtjeningsforhold.³¹ Det institutionelle setup i form af f.eks. skattesystem, samarbejde mellem finansielle institutioner og virksomheder samt graden af offentlig deltagelse har afgørende indflydelse på valget af finansieringskilder.

31. Det teoretiske argument er, at imperfektioner (skattesystem etc.) medfører, at virksomhedens finansierings- og investeringsbeslutninger ikke kan separeres.

Litteratur:

- Bank For International Settlements (BIS). 1990. *60th Annual Report. June.*
- Baskin, J. 1989. An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*. Spring, p. 26-35.
- Bernanke, B.S., J.Y. Campbell & T.M. Whited. 1990. U.S. Corporate Leverage: Developments in 1987 and 1988. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1:1990, p. 255-286.
- Borio, C.E.V. 1990. Leverage and Financing of Non-Financial Companies: An International Perspective. *BIS Economic Papers*. No. 27 - May.
- Collins, J. M. & W.S.Sekely. 1983. The relationship of Headquarters, Country and Industry Classification to Financial Structure. *Financial Management*. Autumn, p. 45-51.
- Danmarks Statistik. 1989. *Statistiske Efterretninger, Industri og energi*, 1989:9.
- Davis, E.P. 1987. Rising Sectoral Debt/Income Ratios: A Cause for Concern? *BIS Economic Papers*. No.20 -June.
- Donaldson, G. 1961. *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Boston, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration.
- Fazzari, S.M., R.G.Hubbard & B.C.Petersen. 1988. Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1:1988, p. 141-206.
- Federation of The German Stock Exchanges. 1991. *Annual Report 1990*.
- Friedman, B.M. 1986. Increasing indebtedness and financial stability in the United States. National Bureau of Economic Research. Working Paper no. 2072.

- Greenspan, A. 1989. Corporate Restructuring and Leveraging. *Federal Reserve Bulletin*. April.
- Grilli, V. 1989. Financial Markets and 1992. *Brookings Papers on Economic Activity*. 2:1989, p. 301-324.
- Iman, R.L. & W.J. Conover. 1983. *Modern Business Statistics*. John Wiley & Sons.
- Imai, K. 1987-88. The Corporate Network in Japan. *Japanese Economic Studies*. Winter, p. 3-37.
- International Financial Law Review (IFLR). 1990. Welcome to America Foreign Investors. *Euromoney*.
- Jensen, M.C. & W.H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol.3, no.4, p. 305-360.
- Jessen, J. og F.F. Frederiksen. 1990. Erhvervsobligationer: Analyse af mulighederne for udbygning af et børsnoteret marked i Danmark. Afhandling ved det statsvidenskabelige studium, Københavns Universitet. (Upubliceret).
- Kester, W.C. 1986. Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management*. Spring, p. 5-16.
- Kopcke, R.W. 1989. The Roles of Debt and Equity in Financing Corporate Investments. *New England Economic Review*. *Federal Reserve Bank of Boston*. July/August, p. 25-48.
- Lee, K.C. & C.C.Y. Kwok. 1988. Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure. *Journal of International Business Studies*. Summer, p. 195-217.
- Lewis, M.K. 1990. *Banking and the European Securities Markets of the 1990s*. February.
- McCauley, R.N. & S.A. Zimmer. 1989. Explaining International Differences in the Cost of Capital. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*. Summer, p. 7-28.
- Myers, S.C. & N.S. Majluf. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 13, p. 187-221.
- OECD. 1990. *OECD Economic Studies*. No. 14, Spring.
- Paulus, J.D. 1986. Corporate Restructuring, »Junk« and Leverage: Too Much or Too Little? *Morgan Stanley Economic Perspectives*. March 12, 1986.
- Remolona, E.M. 1990. Why International Trends in Leverage Have Been so Different. *Federal Reserve Bank of New York Working Paper no. 9002*, February.
- Schaumann, A. 1986. Opsparing og finansieringskanaler. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*. 2:189-195.
- Sekely, W.S. & J.M. Collins. 1988. Cultural Influences on International Capital Structure. *Journal of International Business Studies*. Spring, p. 87-100.
- Solnik, B. 1988. *International Investments*. Addison-Wesley.
- Stonehill, A. & T. Stitzel. 1969. Financial Structure and Multinational Corporations. *California Management Review*. Fall, p. 91-96.
- Stonehill, A. & K.B. Dullum. 1990. Corporate Wealth Maximization, Takeovers, and the Market for Corporate Control. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*. 128:79-96.
- Sørensen, P.B. 1988. Skatteincitamentter til opsparing og investering: En vurdering af firsernes skattereform. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*. 126:303-322.
- Taggart, Jr. R.A. 1986. Corporate Financing: Too Much Debt? *Financial Analysts Journal*. May-June, p. 35-42.
- Østrup, F. 1989. *Det finansielle system i Danmark*. Jurist- og økonomforbundets Forlag.