

HVORFOR INTERESSERE SIG FOR RISIKOSTYRING, NÅR MAN KAN LÅNE?

Konsulent, erhvervs- ph.d.-studerende Michael Friis Pedersen og
Konsulent Jakob Vesterlund Olsen, Videncentret for Landbrug

Artiklen beskriver et nyudviklet mål for udviklingen i adgangen til kredit i dansk landbrug og argumenterer for, at den kraftigt stigende adgang til kredit op til finanskrisen kan være med til at forklare, hvorfor der har været ringe interesse for risikostyring i dansk landbrug.

Der synes ikke at have været stor bevidsthed omkring risikoeksponering eller stor fokus på (markedsbaseret) risikostyring i dansk landbrug op til finanskrisen. De seneste år har interessen været øget, og den er bl.a. blevet opmuntret af den finansielle sektor. En del af årsagen til den lave interesse for risikostyring op til finanskrisen kan være, at adgangen til kredit var relativt let, og der derfor har været store likviditetsreserver at trække på. Hvis der har været udbredt adgang til lån, er der ikke er opbygget institutioner, kompetencer og traditioner til at understøtte mere markedsbaserede værktøjer til håndtering af forretningsrisiko. Efter finanskrisen er fokus på risikostyring tiltaget markant. En del af forklaringen kan være, at den likviditetsreserve, der lå i den udstrakte kreditadgang, ikke længere er til stede. Det

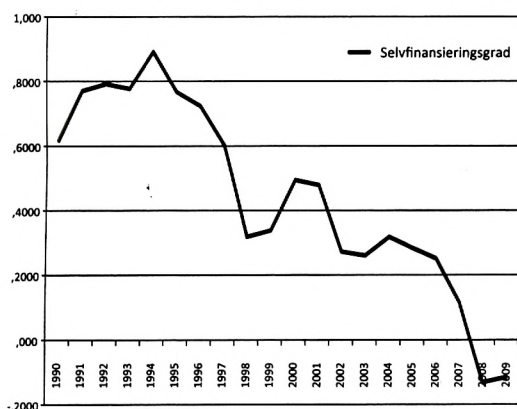
forøgede fokus på risikostyring kan tolkes som et udtryk for, at der søges erstatninger til de behov, som kreditadgangen tidligere opfyldte.

Hvordan måler man adgangen til kredit?

Når man ser på udviklingen i dansk landbrugs gæld og niveauet af selvfinansiering, er det nærliggende at tolke udviklingen i adgangen til kredit som værende blevet lettere og lettere lige op til finanskrisen. Der er dog ikke umiddelbart nogle gode mål for adgangen til kredit på sektor niveau. Inden for økonomien er der en stor litteratur omkring problemstillinger vedr. mål for omfanget af kreditbegrænsninger. Den anden ende af skalaen, det vil sige, det relative fravær af kreditbegrænsninger eller adgangen til kredit, er der ikke arbejdet så meget med. Renten er traditionelt og rettelig op-

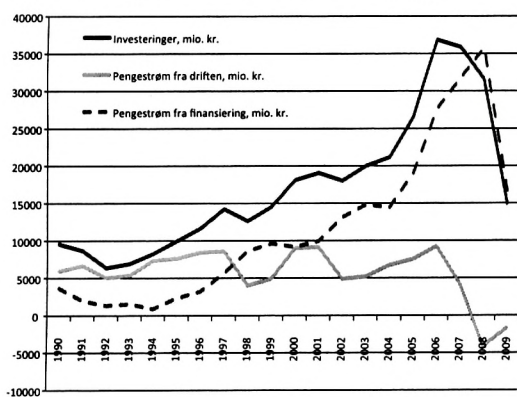
fattet som en vigtig faktor i forhold til gældsætning; vores pointe er, at renten ikke er hele historien og fokuserer her på adgangen til kredit.

Figur 1. Selvfinansierungsgraden i dansk landbrug



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Figur 2. Pengestrømmene i dansk landbrug



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger

Figur 1 viser udviklingen i selvfinansierungsgraden i dansk landbrug fra 1990 til 2009. Det fremgår, at udviklingen har været markant faldende over hele perioden, således at der i krisårene 2008 og 2009 har været negativ selvfinansierungsgrad. Det vil sige, at pengestrømmen fra finansiering på sektorniveau ikke blot har dækket investeringer på niveauet omkring

15 mia. kr. men også har dækket den negative pengestrømme fra driften, der ellers normalt er uhørt på sektorniveau. Figur 2 viser pengestrømmen fra (til) driften, fra finansiering og til investeringer. Det fremgår, at investeringsniveauet i dansk landbrug steg markant op til finanskrisen, og at det efterfølgende faldt markant. Figuren viser også, at det fra 2001 og frem i overvejende grad har været fremmedfinansiering, der har finansieret investeringerne på sektorniveau. I 2009 falder investeringsniveauet markant, mens pengestrømmen fra driften er negativ i 2008 og 2009.

Et mål for udviklingen i adgangen til kredit

Da der efter vores mening ikke er nogle velegnede mål for udviklingen i adgangen til kredit i små, forholdsvist homogene virksomheder med hovedparten af aktiverne i fast ejendom, har vi forsøgt at udvikle et sådant mål. Som udgangspunkt bygger de fleste eksisterende mål på den regnskabsmæssige værdisætning af aktiverne og i visse tilfælde også den markedsbaserede værdisætning (i tilfælde hvor der er tale om børsnoterede selskaber).

Den regnskabsmæssige værdisætning af aktiverne er ikke et særligt attraktivt grundlag for mål i udviklingen af adgangen til kredit i dansk landbrug, idet ændringer i regnskabspraksis slår igennem i de enkelte regnskaber på en asymmetrisk måde og ikke altid slår igennem på samme tid. Udviklingen i vurderingen af aktivernes værdi har i hovedtræk været en bevægelse fra at være baseret på de offentlige ejendomsvurderinger til at være baseret på vurderinger til markedsværdi. Under denne bevægelse har ejendomsmarkedet været meget svingende som følge af finanskrisen, hvilket

givetvis medfører en betydelig usikkerhed omkring vurderingen til markedsværdi.

På denne baggrund har det været en målsætning at udvikle et mål for udviklingen i kreditadgangen, der lægger et minimum af vægt på regnskabsmæssig værdiansættelse af aktiverne.

Vi har derfor forsøgt at udvikle et indeks for udviklingen i gælden på sektorniveau, for hhv. danske planteavlsbedrifter, mælkeproduktionsbedrifter og svineproduktionsbedrifter. Indekset bygger på DEA, der er en analysemetode, der bl.a. bliver brugt til at estimere stykvis lineære produktionsfunktioner og måle efficiens (Bogetoft & Otto, 2010). En ofte fremhævet styrke ved denne metode er, at resultaterne ikke dikteres af valget af funktionsform, hvilket kan være et problem ved andre metoder.

Under denne analysemetode er der udviklet det såkaldte Malmquist produktivtetsindeks, der anvendes til at måle udviklingen i produktivitet over tid. Dette indeks kan dekomponeres til fire forskellige komponenter, der driver udviklingen i produktiviteten (Wheelock & Wilson, 1999).

Det, vi har gjort, er at se på, hvor meget gæld (output) danske landmænd kunne have i forhold til, hvor mange aktiver de kunne stille som sikkerhed (input). Vi har altså ikke fokuseret på værdien af aktiverne, idet denne ville være arbitrært bestemt, men i stedet fokuseret på omfanget af aktiver inden for forskellige kategorier. Det er klart, at dette i et vist omfang er valget mellem pest eller kolera. Den regnskabsmæssige værdiansættelse er ikke perfekt til vores formål. Et mål baseret på mængden af aktiver inden for forskellige kategorier er valgt som alternativ til dette, men det er givet, at pantsætningsværdien af f.eks. en ha. lerjord ikke er uafhængig af beliggenheden, der pr.

definition er unik for jord. Vores vurdering er dog, at den fejlkilde er mindre end den fejlkilde, der ville være ved at basere analysen på den regnskabsmæssige værdiansættelse.

Vores grundlæggende model, der også er vores model for planteavlere, bygger på følgende input: ha. lerjord, ha. sandjord, ha. der ikke er landbrugsareal, ha. landbrugsjord der er bortforpagtet, antal slagtesvin produceret (idet der inden for definitionen af planteavl kan være en betydelig slagtesvineproduktion), aktiver uden for landbruget (til den bogførte værdi), inventar og maskiner (til den bogførte værdi). Her ud over har vi inddraget to input, der skulle korrigere for ejerens driftsledelsesevner, dels resultatet af primær drift plus afkoblet EU-støtte og dels en invers transformation af ejerens alder. Disse to parametre skal ses som forhold, der reducerer konkursrisikoen (Probability of default), uden at de direkte reducerer tabet for kreditor i tilfælde af konkurs (Loss given default).

Modellen for mælkeproducenter bygger på samme input som den grundlæggende model, plus antallet af køer, kg mælkekvote og antallet af kvier. Modellen for svineproducenter bygger på de grundlæggende input plus antallet af søer og antallet af smågrise produceret.

Analysen bygger på 92.000 regnskaber fra Videncentret for Landbrugs økonomidatabase over årene fra 1996 til 2009. Der er tale om et såkaldt ubalanceret paneldatasæt, hvilket betyder, at de enkelte bedrifter er med i datasættet i et eller flere år, men alle bedrifter er ikke med i alle årene.

Ud fra information om mængden af aktiver og gæld på bedriftsniveau kan man danne en såkaldt »gældsfront«, der udspændes af de bedrifter, hvor der ikke er nogen andre bedrifter med færre aktiver og større gæld. Denne

front beregnes hvert år, og alle bedrifter, der er i datasættet dette år, indgår i beregningen.

Komponenterne i Malmquist indekset, nævnt ovenfor, kan ved hjælp af afstandsfunktioner måle, hvor meget fronten flytter sig fra et basisår (1996) til det år, man er interesseret i. Man kan også måle afstanden fra den enkelte bedrift til fronten, og ændringen i denne afstand over tid. Målet for, hvor meget fronten flytter sig, fortolkes som »Ændringen i gældskapaciteten« og er altså et udtryk for, hvor meget mere gæld det, observeret, var muligt at have i forhold til en fast mængde aktiver og i forhold til basis året. Fronten er altså defineret af de bedrifter, der har mest gæld i forhold til aktiver det enkelte år.

»Ændringen i udnyttelsen af gældskapaciteten« er udtryk for ændringen i afstanden fra den enkelte bedrift til fronten – det vil sige, ændringen i hvor meget gæld man har i forhold til det maksimalt observerede med samme mængde aktiver.

Tabel 1 viser resultaterne i kolonnen »Antal bedrifter« er der angivet det antal bedrifter, der er i datasættet både i 1996 og i det pågæl-

dende år. Resultaterne i tabellen er gennemsnitsresultater over disse bedrifter. Det er f.eks. disse bedrifters størrelse i form af antallet af ha. m.v., der bestemmer, hvor afstanden mellem gældsfronten på to forskellige tidspunkter måles. Disse tal er langt fra de 92.000 regnskaber, der indgår i analysen som udgangspunktet. Alle de ca. 92.000 bedrifter er dog potentielt med til at definerer gældsfronten.

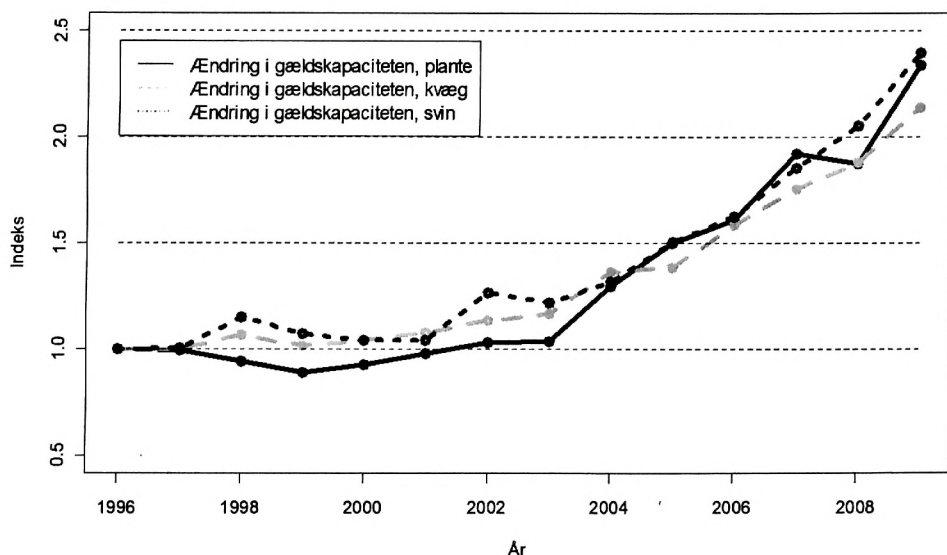
De monetære input og output i modellen er korrigeret for inflation. Det vil sige, at et resultat på 1,0 svarer til, at udviklingen i gælden har fulgt udviklingen i inflationen over perioden. Som det fremgår af tabel 1, er gælden vokset betydeligt over perioden. Gældskapaciteten er næsten fordoblet inden finanskrisen, mens udnyttelsen af denne kapacitet er udnyttet forskelligt på tværs af driftsgrenene.

Planteproducenterne har ikke udnyttet deres gældskapacitet i samme omfang, som den ervokset, idet deres score for »Ændring i udnyttelse af gældskapaciteten« er under 1. Mælkeproducenterne har en score for »Ændring i udnyttelse af gældskapaciteten« meget tæt på 1, hvilket vil sige, at når deres evne til at låne

Tabel 1. Gældsudviklingsindeks med resultater af de-komponering

År	Antal bedrifter	Gældsudviklingsindeks	Ændring i udnyttelsen af gældskapaciteten	Størrelses-relateret ændring i udnyttelsen af gældskapaciteten	Ændring i gældskapaciteten	Størrelses-relateret ændring i gældskapaciteten
<i>Planteproduktion</i>						
2007	55	1,515	0,817	0,920	1,923	1,093
2008	46	1,654	0,918	0,919	1,875	1,070
2009	35	1,958	0,855	0,965	2,334	1,008
<i>Mælkeproduktion</i>						
2007	364	1,772	1,021	0,918	1,756	1,181
2008	295	1,929	1,011	0,905	1,880	1,198
2009	152	2,385	1,176	0,905	2,137	1,139
<i>Svineproduktion</i>						
2007	143	2,157	1,168	0,909	1,854	1,149
2008	99	2,501	1,221	0,941	2,051	1,090
2009	87	2,645	1,204	0,941	2,391	1,151

Figur 3. Udvikling i gældskapaciteten over hele perioden fra 1996 til 2009



steg med en procent, så forøgede de også deres gæld med en procent. Svineproducenterne har den største »Ændring i udnyttelse af gældskapaciteten«, hvilket betyder, at deres udnyttelse af gældskapaciteten er steget hurtigere end deres gældskapacitet.

Figur 3 viser udviklingen i den gennemsnitlige score for ændringen i gældskapaciteten over hele perioden fra 1996 til 2009. I kriseårene 2008 og 2009 har gældskapaciteten vokset med uformindsket kraft. Mens det formodentligt har været et ønske at nedbringe udlånet til landbruget fra kreditors side, så har dette ikke været en mulighed, idet landbruget var ramt af en indtjeningskrise samtidig med den globale krise i den finansielle sektor. Gælden kan opbygges relativt hurtigt, men kun langsomt afvikles, hvilket man får et godt indtryk af ved at se på pengestrømmen fra driften i figur 2. Afvikling af gæld må i al væsentlighed komme fra pengestrømmen fra den løbende drift, selv om der dog er visse andre muligheder.

Sammenhængen mellem adgangen til kredit og interessen for risikostyring

Hvis man sammenholder »Total risikostyringskonceptet« af Gabriel og Baker (1980) (omtalt i en tidligere artikel i dette nummer) med udviklingen i gældskapaciteten i dansk landbrug er det ikke så mærkeligt, at man står på forholdsvis bar bund med hensyn til risikostyringskompetencerne og -institutionerne i dansk landbrug efter finanskrisen.

Hvis likviditetsreserverne stiger hurtigt i form af stigende gældskapacitet, er der ikke megen grund til at bruge ressourcer på at reducere standardafvigelsen på pengestrømmen. Institutionelle forhold vedr. risikostyring kræver ofte en vis omsætning for at holde transaktionsomkostningerne ned og sikre effektiv prisdannelse. Det er derfor åbenlyst problematisk at udvikle eller opretholde sådanne institutioner under en periode med kraftig vækst i adgangen til kredit. Markedsbaseret risikostyring vil have enormt svært ved at konkurrere med lempelig kreditadgang.

Spørgsmålet er nu, hvordan adgangen til kredit og behovet for markedsbaserede risikostyringsinstitutioner vil udvikle sig efter finanskrisen. Som det fremgår af tabel 1, er ændringen i gældskapaciteten ikke faldet i første fase af krisen, idet der har været adgang til at dække driftsunderskud. Det fremgår dog også af figur 2, at investeringerne er faldet kraftigt efter krisen, så mens adgangen til driftsfinansiering endnu ikke er stoppet, så er adgangen til finansiering af investeringer om ikke stoppet, så kraftigt reduceret.

Investeringsniveauet var formentlig kommet op på et usundt højt niveau før krisen, og der er en vis mulighed for nedslidning (negative nettoinvesteringer) på sektorniveau en år-række, men der kommer et behov for at løsne op for finansiering af investeringer i erhvervet på et tidspunkt, ikke mindst i lyset af den generationsskiftepuddel, erhvervet står overfor.

Hvad fremtiden bringer – hvad bringer fremtiden?

Spørgsmålet er altså, hvordan investeringer i dansk landbrug vil blive finansieret inden for de(t) kommende årti(er)?

Instrumenter, der kan reducere standardafvigelsen på pengestrømmen, samtidig med at pengestrømmen opretholdes på et tilfredsstillende niveau, kan potentielt gøre adgangen til finansiering lettere. Sammenhængen mellem adgangen til og prisen på fremmedfinansiering og den risikoeksponering, der er på en bedrift, er ikke åbenlys i dag. Erfaringer fra undersøgelser i USA viser, at kommunikationen vedr. anvendelsen af risikostyring mellem banker og landmænd ikke er effektiv (Knight, Lovell, Rister, & Coble, 1989). Meget taler for, at situationen er den samme i Danmark. Hvis en dansk landmand ikke kan se et trade off mellem ad-

gangen til/prisen på finansiering og omkostningerne ved forskellige risikostyringstiltag, så kan det være svært at identificere landmandens incitament til at iværksætte disse tiltag. Forbedret kommunikation om, og gennemsigtighed i, prissætningen af finansielle produkter er ønskelig. Det er dog desværre nok også uto-pisk, idet priserne, som den enkelte landmandskunde bliver mødt med, ikke blot afspejler bankens risikoeksponering, men også, og formentligt i højere grad, afspejler den aktuelle konkurrencesituation mellem bankerne.

Institutioner, der kan gøre reduktion af standardafvigelsen på pengestrømme økonomisk overkommelig, er ikke tilstede i stort omfang i dag. Banker kan derfor dårligt stille krav om anvendelsen af sådanne hypotetiske institutioner i forbindelse med lånebevillinger. Omvendt kan man ikke forestille sig, at sådanne institutioner opstår, uden at der er en omfattende efterspørgsel.

Et alternativ til håndtering af de nye udfordringer med markedsbaseret risikostyring er øget finansiering med ansvarlig kapital (fra eksterne kilder). Dette vil stemme overens med »hakkeordensteorien«, der siger, at intern genereret kapital er foretrukket frem for lån, der er foretrukket fremfor ekstern ansvarlig kapital. Når kilden til lånekapital virker udtømmelig, er der ingen grund til at inddrage ekstern ansvarlig kapital. Hvis adgangen til kredit bliver tilstrækkeligt begrænset, kan finansiering med »ekstern« ansvarlig kapital dog blive attraktiv. Prisen på ekstern ansvarlig kapital vil dog givetvis være væsentlig højere end den pris, man var vant til at betale for lånekapital, hvilket betyder, at en række rationelle investeringer under let kreditadgang ikke vil blive gennemført under mere restriktiv kreditadgang og finansiering med ansvarlig kapital, idet kalkulationsrenten

er højere (det vægtede gennemsnit af kapitalomkostningerne). De mindre rationelle investeringer, som det nok mærkes, at der også er gennemført under perioden med let kreditadgang, vil formentlig blive meget modereret, hvis der involveres ekstern ansvarlig kapital.

Et andet alternativ til de traditionelle kilder til lånefinansiering kan også komme på tale. Der er allerede vækst i anvendelsen af Danish Crowns finansiering af besætninger, primært slagtesvinebesætninger, men der er muligheder for yderligere ekspansion af denne vej. Hvis andelsselskabet har væsentlig lettere adgang til finansiering end den enkelte andelshaver, så kan der være et stort potentiale at udnytte her. Dels er der en vis sikring af andelsselskabet forsyningskæde, der er med til at forbedre selskabets kapacitetsudnyttelse, og dels er der en vis puljeeffekt set fra kreditor side, der kan reducere omkostningerne.

En renæssance for sælgerpantebreve eller andre finansieringsformer, hvor sælger også

spiller en aktiv rolle i finansieringen af aktiverne, er heller ikke utænkelig. Den forholdsvis udbredte anvendelse af leasing er for så vidt også et udtryk for denne bevægelse, hvor øget anvendelse af bortforpagtning af jord og eller udlejning af bygninger kan blive et alternativ et en egentlig ejendomsoverdragelse. Tiltag som disse vil reducere finansieringsbehovet betragteligt, de vil dog også reducere kreditreserven betragteligt. Har man meget få aktiver, fordi man lejer, hvad man kan, så har man heller ikke meget pantsikkerhed, og følgelig ikke store kreditreserver. Udstrakt anvendelse af leje og leasing kombineret med lav gæld og højt likvidt beredskab kan dog være en mulighed for fremtiden, hvor man stadig har et ønske om en stor produktion med begrænset egenkapital, men uden den samme mulighed for adgang til kredit som op til finanskrisen.

Kilder

Bogetoft, P., & Otto, L. (2010): *Benchmarking with DEA, SFA, and R*. Copenhagen: Springer.

Danmarks Statistik (2011): *Statistikbanken*.

Gabriel, S. C., & Baker, C. B. (1980): Concepts of Business and Financial Risk. *American Journal of Agricultural Economics*(3), s. 560-564.

Knight, T. O., Lovell, A. C., Rister, M., & Coble, K. H. (December 1989): An Analysis of Lenders Influence on Agricultural Producers' Risk Management Decisions. *Southern Journal of Agricultural Economics*, s. 21-33.

Wheelock, D. C., & Wilson, P. W. (1999): Technical Progress, Inefficiency, and Productivity Change in U.S. Banking, 1984-1993. *Journal of Money, Credit and Banking*, 31(2), pp. 212-234.

