

## Vad kostar småföretagens kapital?\*

*Under senare år har småföretagandets ekonomiska villkor väckt ett betydande intresse inom såväl Sverige som EU. Om en vital småföretagssektor skall kunna bidra till en förnyelse och expansion av näringslivet krävs att småföretagen har ekonomiska möjligheter att investera. I denna artikel redovisar och analyserar Carl Johan Lagerkvist några empiriska resultat från en studie av kapitalkostnaden i lantbruksföretag som bedrivs under företagsformen enskild firma. Resultaten redovisas för perioden 1973–93.*

*Undersökningen visar på att en fortsatt stram finanspolitik syftande till lägre räntor och låg inflation är av central betydelse för de mindre företagens investeringsförmåga. Vidare visas att företagen endast har haft en relativt marginell nytta av de skatteregler som varit avsedda att tjäna som investeringsincitament.*

Småföretagen betraktas som en viktig resurs i kampen mot arbetslöshet och en betydelsefull tillgång i regionalt utvecklingsarbete. Om en vital småföretagssektor skall kunna bidra till en förnyelse och expansion av näringslivet krävs att småföretagen har ekonomiska förutsättningar att investera i ny och miljövänlig produktionsteknik. Den ekonomiska forskningen avseende småföretagens investeringsvillkor och kapitalkostnader har hitintills oftast arbetat med ett likhetstecken mellan småföretag och associationsformen aktiebolag.<sup>1</sup> Det finns dock flera skäl som talar för att investeringsvillkor samt kapitalkostnader bör studeras även för andra as-

sociationsformer än aktiebolag. Anskaffningen av finansiella resurser är ofta ett stort problem i såväl nystartade som befintliga småföretag, vilket tydligt framkom under det tidiga 1990-talets lågkonjunktur.<sup>2</sup> Möjligheten att bedriva verksamhet i annan form än aktiebolag är av också stor praktisk betydelse för småföretag framförallt genom de mindre formaliserade kraven på organisation, redovisning och revision i enklare associationsformer.<sup>3</sup> Ur nyföretagarsynpunkt kan dessutom de enklare associationsformerna vara mer tilltalande eftersom de till skillnad mot aktiebolagsformen saknar ett krav på insatt kapital. Vidare har det åtminstone histo-

*Hortonom CARL JOHAN LAGERKVIST är doktorand vid institutionen för ekonomi, Sveriges lantbruksuniversitet. Han arbetar med forskning kring kapitalkostnader och finansiering.*

\* Jag är tacksam för värdefulla synpunkter från docent Hans Andersson, SLU.

<sup>1</sup> Oftast motiveras detta med att aktiebolagsformen jämfört med övriga associationsformer svarar för en mycket stor del av den totala selsättningen.

<sup>2</sup> Ds 1994:52.

<sup>3</sup> SOU 1995:104, s 107.

riskt sett funnits stora skattemässiga skillnader mellan associationsformerna.

I denna artikel redovisas och analyseras några empiriska resultat från en studie av kapitalkostnaden i lantbruksföretag som bedrivs under företagsformen enskild firma.<sup>4</sup> Resultaten redovisas för perioden 1973–93 och visar därför inverkan på lantbruksföretagens investeringsförutsättningar av kapitalmarknadens avreglering, det tidiga 1980-talets devalveringar, 20 års inflationsutveckling samt betydelsen av skattereformerna 1982 och 1991. Vidare redovisas betydelsen av de skattemässiga av- och nedskrivningsregler som av politiker och företrädare för företagarna ofta framhålls som viktiga styrmedel för att stimulera småföretagens investeringar och expansion.

## Metodansats

Undersökningen har genomförts med den modell som redovisas i Lagerkvist & Andersson [1996]. Modellen gäller generellt för de fall då fysiska personer driver näringsverksamhet och är en generalisering av resultaten enligt Bergström & Södersten [1978]; Södersten [1982] samt Burell (m fl) [1982]. De teoretiska resultaten av modellutvecklingen utgör en vidareutveckling av resultaten enligt Hulten & Wykoff [1981] och Södersten [1982].

Företagens kapitalkostnad består i modellen av fyra delar: kostnaden för finansiering, kostnaden för ekonomisk värde-minskning, värdet av skattemässiga av- och nedskrivningsregler samt effekten av inflationens inverkan på värdet av de skattemässiga avskrivningarna. Företagens finansieringskostnad består av den vägda alternativkostnaden för eget kapital samt av den vägda kostnaden för lånat kapital. Alternativkostnaden för det egna kapitalet bestäms genom avkastningen från en marknadsportfölj och kostnaden för lånat kapital utgörs av en genomsnittlig låneränta. Kostnaden för ekonomisk värde-minskning är ett mått på värdet av till-

gångarnas åldrande och förslitning. Värdet av de skattemässiga av- och nedskrivningsreglerna utgör ett mått på den kostnadsreduktion som företagen erhåller genom att de skattemässiga avskrivningarna kan ske i snabbare takt än de avskrivningar som motiveras av tillgångarnas åldrande och förslitning. Avslutningsvis beaktar den sista delen i kapitalkostnaden det faktum att de skattemässiga avskrivningarnas värde påverkas av inflationen eftersom företagens avskrivningar sker på historiska anskaffningsvärden. Om inflationen är större än noll ökar företagens kapitalkostnad för att bibehålla det reala värdet av de skattemässiga avskrivningarna.

Såsom kapitalkostnaden är bestämd kan den tolkas som det lägsta krav som en ekonomiskt rationell företagare bör ställa i form av årlig avkastning från företaget för att erhålla en täckning för de totala kostnader som är förknippade med det i företaget investerade kapitalet. Kapitalkostnaden kan därför användas som utgångspunkt i beslut om det investerade kapitalets bibehållande och utvecklande inom företaget.

## Data

Studien av lantbruksföretagens kapitalkostnader utgår från de företagsspecifika data för lantbruksföretag som SCB årligen publicerar i form av den Jordbruksekonomiska undersökningen (JEU) och Deklarationsundersökningen för lantbrukare (DU). I JEU redovisas utvecklingen av lantbruksföretagens inkomst-, förmögenhets- och lönsamhetsförhållanden enligt företagsekonomiska principer. JEU har använts för att erhålla data avseende företagets finansiella struktur, marknadsvärdet på företagets tillgångar samt den eko-

<sup>4</sup> Företagsformen enskild firma är dominerande inom lantbruket. 1994 utgjorde enskilda firmor 83 procent av antalet lantbruksföretag samtidigt som antalet lantbruksföretag under formen enskild firma utgjorde 32 procent av det totala antalet enskilda firmor.

nomiska livslängden för företagens tillgångar. Deklarationsundersökningen baseras på lantbrukarnas självdeklarationer och har använts för att beräkna lantbruksföretagens årliga skattekostnad.

Alternativkostnaden för eget kapital efter skatt har beräknats utifrån avkastningen på en marknadsportfölj bestående av aktier, obligationer och riskfritt sparande.<sup>5,6</sup> Till grund för beräkningarna har indexserierna från Frennberg & Hansson [1990] använts. Marknadsportföljens avkastning har bestämts genom att avkastningen på de finansiella instrumenten vägts i förhållande till det totala marknadsvärdet av respektive instrument. Skattekonsekvenserna av den alternativa placeringen har beräknats för varje år under ansatsen att minimera skattekostnaden för den alternativa placeringen. Kostnaden för lånat kapital har beräknats genom att ställa den årliga räntekostnaden i förhållande till de genomsnittliga totala skulderna. Inflationstakten ges av konsumentprisindex.

## Resultat

I *Figur 1* redovisas kapitalkostnaden för svenska lantbruksföretag under perioden 1973–93. Den årliga reala bruttokapitalkostnaden redovisas före beaktande av skatt och inkluderar kostnaden för ekonomisk värdeminskning, företagets finansieringskostnad, värdet av skattemässiga avskrivningar samt inflationens inverkan på avskrivningarnas värde. Skillnaden mellan bruttokapitalkostnaden och nettokapitalkostnaden är att kostnaden för ekonomisk värdeminskning inte ingår i nettokapitalkostnaden.

Lantbruksföretagens kapitalkostnader har utvecklats dramatiskt från en mycket låg nivå under 70-talet till en hög nivå från och med mitten av 80-talet. Enligt den Jordbruksekonomiska undersökningen hade de undersökta lantbruksföretagen tillgångar till ett genomsnittligt värde av 2,1 miljoner kronor 1993.<sup>7</sup> Omräknat från *Figur 1* uppgår den lägsta avkastningen

före skatt för att erhålla täckning för bruttokapitalkostnaden i ett genomsnittligt lantbruksföretag till 360 000 kr, vilket ställt i relation till genomsnittliga intäkter om 800 000 kr i sammanhanget måste anses som en betydande belastning för företagen.

För att närmare förklara kapitalkostnadens utveckling över tiden är det av intresse att studera fyra av de mest betydande bakomliggande faktorerna till den utveckling som framkommer i *Figur 1*.

## Kostnaden för eget och lånat kapital

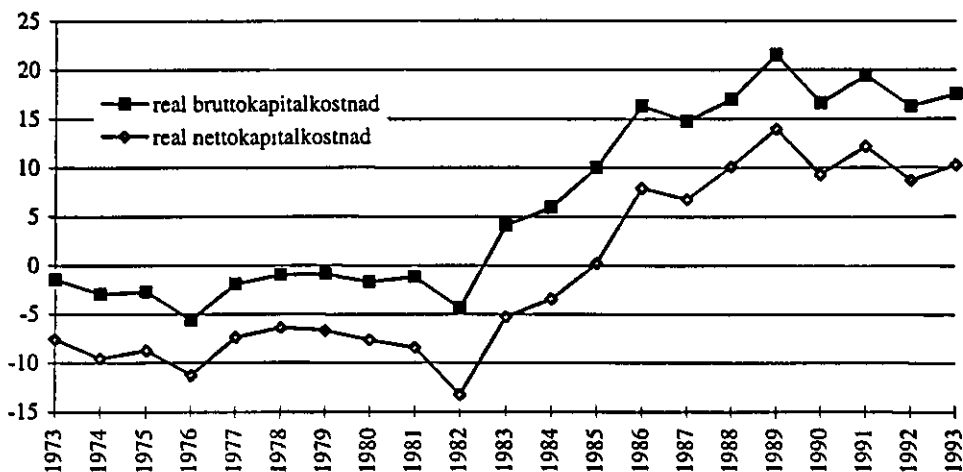
En viktig orsak till utvecklingen av företagens kapitalkostnad är den reala kostnaden för eget och lånat kapital. I *Figur 2* redovisas utvecklingen av den reala kostnaden för lånat kapital samt den reala utvecklingen av alternativkostnaden för det egna kapitalet. Framställningen i *Figur 2* sker

<sup>5</sup> Valet av marknadsportföljens avkastning som alternativkostnad för det egna kapitalet i företagen kan självklart diskuteras. Enligt De Ridder [1989, s 34] är den teoretiska utgångspunkten att marknadsportföljen skall bestå av samtliga tillgångar i ekonomin värderade till marknadsvärden. Vi har med bakgrund utifrån Frennberg & Hanssons [1990] indexserier valt aktier, obligationer och riskfritt sparande för att på så sätt representera avkastningen för tillgångar med olika placeringshorisont i den svenska ekonomin under den studerade tidsperioden. Under förutsättning att avkastningen från de instrument som ingår i den konstruerade marknadsportföljen också är representativa för övriga tillgångar med motsvarande placeringshorisont borde det inte vara något problem att använda avkastningen från vår marknadsportfölj i beräkningen av företagens kapitalkostnad.

<sup>6</sup> Möjligheten att ta med kommersiella fastigheter i marknadsportföljen beaktades men omöjliggjordes på grund av avsaknad av marknadsvärden och avkastningsdata.

<sup>7</sup> SCB, Jordbruksekonomiska undersökningen, Statistiska meddelanden, serie J 40 SM 9401.

Figur 1 Lägsta möjliga avkastning (i procent) för att täcka real brutto- och nettokapitalkostnad i lantbruksföretag, 1973–93.



före skatt och som rullande fyraårsmedelvärden.

Enligt Figur 2 var lantbruksföretagens finansieringskostnad låg och till och med negativ fram till början av 80-talet på grund av höga inflationsnivåer samt en reglerad kreditmarknad. Under 80-talet steg sedan den reala finansieringskostnaden markant av i huvudsak två orsaker.<sup>8</sup> För det första var ökningen en konsekvens av devalveringarna 1981 och 1982. Tillsammans påverkade devalveringarna tydligt den allmänna räntenivån uppåt samtidigt som börskurserna steg kraftigt. För det andra avreglerades den svenska kreditmarknaden i början av 80-talet. Sammantaget medförde devalveringarna och avregleringarna att företagets reala finansieringskostnad steg kraftigt under 80-talets första hälft trots den då höga inflationstakten. Under den senare delen av 80-talet och under det tidiga 90-talet har företagets finansieringskostnad stabiliserats på en förhållandevis hög nivå. En minskande inflationstakt bidrog till den ytterligare ökning av finansieringskostnaden som kan observeras för åren 1987–89. Sedan tidigt 80-tal har den reala kostnaden för lånat kapital varit lägre än den reala kostnaden

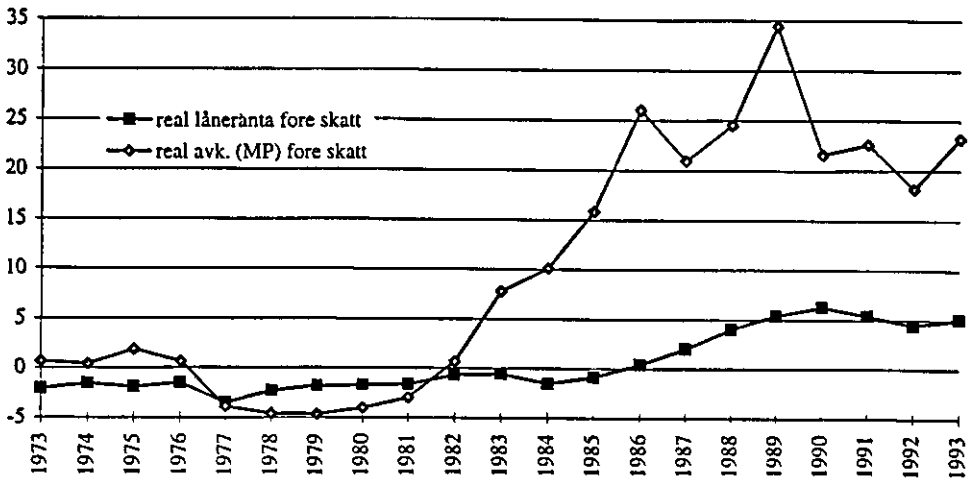
för det egna kapitalet, vilket också har avspeglats i företagens ökade skuldsättningsgrad. Företagens genomsnittliga skuldkvot uppgick under perioden 1973–80 till 29 procent mot i genomsnitt 53 procent för åren 1985–93. Utvecklingen mot en hög skuldsättning kan alldeles uppenbart tänkas öka sårbarheten och den långsiktiga expansionsviljan hos lantbruksföretagen.

### Kostnaden för ekonomisk värdeminskning

En annan viktig del i utvecklingen av kapitalkostnaden över tiden är lantbruksföretagens kostnad för förslitning och åldrande av dess anläggningstillgångar. I undersökningen observerades att den årliga kostnaden för ekonomisk värdeminskning är relativt konstant och uppgår till 6–8 procent av totalt investerat kapital. I Figur 1 framkommer kostnaden för ekonomisk värdeminskning som skillnaden mellan brutto- och nettokapitalkostnaden. Kostnaden har beräknats efter samma antagande om eko-

<sup>8</sup> För en mer utförlig beskrivning av dessa orsaker, se Eklund [1995]

Figur 2 Real kostnad före skatt för eget och lånat kapital i lantbruksföretagen (i procent), 1973–1993.



nomisk livslängd för respektive tillgångs­slag som görs i den Jordbruksekonomiska undersökningen. Maskiner och inventarier har den kortaste ekonomiska livslängden och är dessutom den största kategorin av lantbruksföretagets anläggningstillgångar och detta tillgångsslag svarar därför för huvuddelen av kostnaden för ekonomisk värdeminskning.

### De skattemässiga värderings­reglernas betydelse

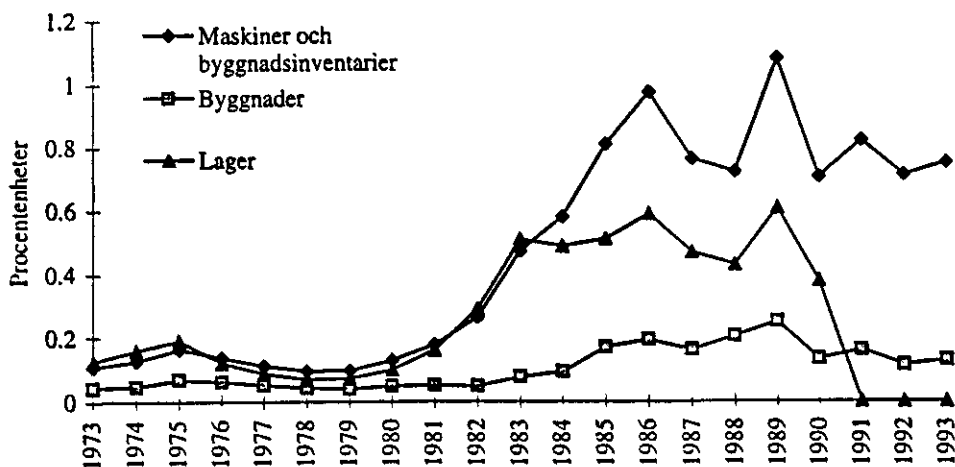
Skattesystemets utformning avseende regler för av- och nedskrivningar för tillgångar är en tredje förklarande faktor till utvecklingen av lantbruksföretagens kapitalkostnad. Skattemässiga avskrivningar kännetecknas av att den lägsta tillåtna avskrivningstiden i allmänhet är kortare än vad som motsvarar den ekonomiska livslängden. Skattesystemets möjligheter till för företagen gynnsamma skattemässiga avskrivningar förs ofta fram av politiker och företrädare för företagarna som ett viktigt styrmedel för att stimulera företagets investeringar och expansion. De skattemässiga reglerna för av- och nedskrivning påverkar företagen på två sätt. Dels

genom en likviditetseffekt, dels genom reglernas betydelse för företagets kapital­kostnad.

Likviditetseffekten påverkar företagets utbetalningar. Genom att t ex utnyttja skattemässiga avskrivningar minskar företagens beskattningsbara resultat. Därigenom kommer företagen att betala mindre i skatt än i en situation utan skattemässiga avskrivningar. Den minskade skattebetalningen skjuts framåt i tiden som en räntefri skatte­kredit. Avskrivningarna minskar därmed upplåningsbehovet av externt kapital, vilket är viktigt om tillgången på krediter till företaget är begränsad eller om kostnaden för lånat kapital är hög. Likviditetseffekten är som sådan dock inte relevant i företagets investeringsbeslut.

De skattemässiga av- och nedskrivningarnas betydelse för kapitalkostnaden bygger på att skattereglernas effekt på låne­behovet fördelas jämnt över tiden och beskriver den vägda skillnaden över respektive tillgångsslag mellan gynnsammaste skattemässiga avskrivningar och de avskrivningar som motsvarar den ekonomiska värdeminskningen. Denna del av kapitalkostnaden kan tolkas som nuvärdet av de skatte­krediter som tillskapas genom de

Figur 3 De skattemässiga av- och nedskrivningsreglernas inverkan på lantbruksföretagens kapitalkostnad fördelat på tillgångsslag (i procent), 1973-93.



skattemässiga av- och nedskrivningarna.<sup>9</sup> Nuvärdet av skattekrediterna kommer i företagens investeringsbeslut att kunna beaktas som en årlig minskning av den totala kapitalkostnaden. För att kunna stimulera till investeringar och expansion, bör kostnadsminskningen inte vara alltför liten.

I Figur 3 visas de skattemässiga av- och nedskrivningsreglernas inverkan på företagens kapitalkostnad under den studerade tidsperioden. Redovisningen sker uppdelat på de tre mest förekommande kategorierna av tillgångar inom lantbruksföretagen.

Den sammantagna inverkan av de skattemässiga av- och nedskrivningsreglerna sett över hela den undersökta tidsperioden uppskattas till 0,83 procent. Efter anpassningen till de förhållanden som gäller efter det tidiga 80-talets devalveringar och avreglering av kreditmarknaden uppgår reduktionen av kapitalkostnaden till i medeltal 1,3 procent. De allmänt sett högre nivåerna på värdet av de skattemässiga avskrivningsreglerna under 80- och 90-talen jämfört med nivåerna under 70-talet förklaras av en kraftigt ökad alternativkostnad för eget kapital och av en stigande ge-

nomsnittlig skattesats i företagen. En högre alternativkostnad för det egna kapitalet medför att värdet av skattekrediterna som en i företagen räntefri finansieringskälla växer. En högre skattesats medför att värdet av skattekrediterna ökar.

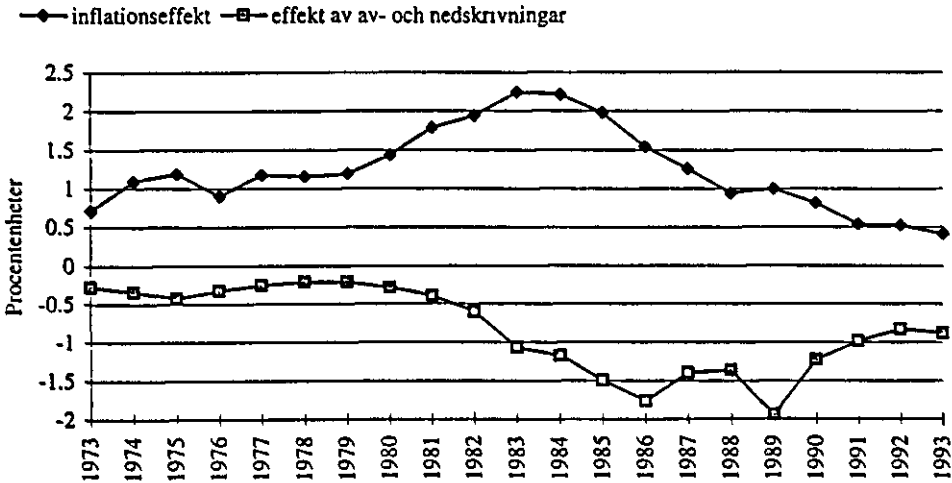
Som framgår av figuren svarar maskiner, inventarier och byggnadsinventarier för den största minskningen eftersom de tillsammans utgör den största kategorin avskrivningsbara tillgångar inom företagen. Lagrets skatteeffekt bortfaller från och med 1991 på grund av den då avskaffade möjligheten för avsättning till lagerreserv.

### Värdet av de skattemässiga värderingsreglerna begränsas av inflationen

En fjärde förklaring av kapitalkostnadens utveckling är inflationens inverkan på värdet av de skattemässiga av- och nedskrivningsreglerna. För att bibehålla värdet av de skattemässiga avskrivningarna behöver kapitalkostnaden inkludera ett krav på

<sup>9</sup> Södersten [1982]

**Figur 4** Inverkan av inflation och skattemässiga av- och nedskrivningsregler på lantbruksföretagens kapitalkostnad (i procent), 1973–93.



täckning för den förlust av reellt avskrivningsunderlag som inflationen medför. I *Figur 4* ställs den totala kostnadsreduktionen från skattemässiga av- och nedskrivningar mot det krav på kostnadstäckning som inflationen skapar.

Under perioden 1973–85 översteg kravet på inflationsersättning med god marginal den kostnadsreduktion som skattereglerna var tänkta att ge. Under perioden 1986–93 har de skattemässiga av- och nedskrivningsreglerna, trots en minskande inflationstakt, endast i begränsad utsträckning kunnat fungera som en kostnadsreduktion i lantbruksföretagen. Under den senare perioden sänker de skattemässiga reglerna för av- och nedskrivning kapitalkostnaden med i medeltal 0,45 procent efter det att hänsyn har tagits till inflationen.

### Kapitalkostnadens betydelse för företagens investeringsbeslut

Sammantaget kan de resultat som har redovisats användas för att bestämma en real diskonteringsränta för lantbruksföretagen. Om man utgår från nettokapitalkostnaden i *Figur 1* erhålles en real diskonterings-

ränta före skatt men efter beaktande av värdet av skattemässiga av- och nedskrivningsregler samt kravet på kompensation för inflationens betydelse för värdet av de skattemässiga av- och nedskrivningarna.

Efter det att kapitalkostnaden anpassats och stabiliserats i förhållande till devalveringar och kreditmarknadens avreglering, d v s från och med 1986, uppgår den reala diskonteringsräntan i medeltal till 10 procent i lantbruksföretagen.<sup>10</sup> Det framstår som uppenbart att konsekvenserna av reellt sett höga kapitalkostnader kan vara betydande både i lantbrukssektorns primära och sekundära led. Lönsamheten i ordinarie investeringsobjekt påverkas självklart i stor utsträckning negativt av en så pass hög real diskonteringsränta.

<sup>10</sup> Om alternativkostnaden för eget kapital hade bestämts enbart av avkastningen på obligationer med medellång löptid skulle den reala diskonteringsräntan uppgått till i medeltal 5,5 procent under perioden 1986–93.

## Slutsatser

För att företagen skall kunna möta den nivå på kapitalkostnad som har etablerats sedan mitten på 80-talet krävs en snabb produktivitetsutveckling och/eller en utveckling av nya eller expanderande marknader. Om de små företagen skall kunna fylla de politiskt framhållna funktionerna finns det i huvudsak tre områden som bör sättas i fokus; a) de makroekonomiska förutsättningarna, b) skattepolitiken och c) åtgärder för att underlätta företagets finansiering. När det gäller de makroekonomiska förutsättningarna visar de resultat som framkommit i undersökningen att företagets kapitalkostnad, och därmed deras investeringsförmåga, i betydande omfattning är beroende av utvecklingen på de finansiella marknaderna och av inflationsutvecklingen. Företagens kapitalkostnad skulle i stor utsträckning kunna påverkas direkt i gynnsam riktning med lägre nominella räntor under det att inflationstakten bibehålls på en låg nivå. Men det finns också en möjlighet till att lägre nominella räntor skulle medföra en ökad efterfrågan och tillväxt i ekonomin, vilket skulle öka de börsnoterade företagens vinster och därigenom driva upp den marknadsbestämda alternativavkastningen på det egna kapitalet i småföretagen. En sådan utveckling skulle indirekt motverka kapitalkostnadseffekten av lägre räntor och skulle också kunna medföra att kapital flyttas från de mindre till de större företagen. Inflationsutvecklingen är också av central betydelse för företagets kapitalkostnader på ett annat sätt än genom den inverkan som bygger på lägre realränta. En låg inflation betyder att värdet för företagen av de skattemässiga av- och nedskrivningsreglerna som investeringsincitament ökar. En fortsatt stram finanspolitik är därför av central betydelse för de mindre företagens investeringsförmåga.

När det gäller skattepolitiken måste konstateras att företagen historiskt sett i en expansionsutveckling endast har haft en

relativt begränsad nytta av de skatteregler som är avsedda att tjäna som investeringsincitament. Betydelsen av skattemässiga värderingsregler har varit relativt marginell till följd av inflationens reducerande inverkan på värdet av de skattemässiga dragarna men fördelarna av de skattemässiga avskrivningarnas likviditetspåverkan kan ändå ha varit betydande. Ett uppenbart sätt att öka betydelsen av de skattemässiga värderingsreglerna som investeringsincitament är att tillåta en snabbare skattemässig av- och nedskrivningstakt. Möjligheten till skattemässiga direktavdrag vid anskaffning av anläggningstillgångar skulle ytterligare förstärka de skattemässiga värderingsreglernas betydelse för företagets kapitalkostnad. För att uppnå bästa effekt i företagen vore det vidare önskvärt att åtgärderna koncentreras till de värdemässigt största tillgångsslagen.

Avslutningsvis skulle lösningar med syfte att underlätta småföretagens finansiering kunna tillskapas. Dessa lösningar skulle, i likhet med det sk n yföretagarlån som den borgliga regeringen införde efter tillträdet 1991, kunna inriktas mot att erbjuda nystartade småföretag lån till gynnsamma villkor. Även direkta bidrag av typ start- eller investeringsbidrag skulle kunna övervägas. Risken är dock uppenbar att subventioner i form av lån till bättre villkor och olika bidrag riktade till företag eller företagare medför välfärdsekonomiska förluster i den svenska ekonomin. Dessutom skulle konkurrensförhållandet mellan olika företagstyper/-former samt mellan olika finansieringsinstitut kunna snedvridas.

## Referenser

- Bergström, V & Södersten, J, [1978], "Inflation, Taxation and Capital Cost", i Eliasson, G & Södersten, J, (eds), *Business Taxation, Finance and Firm Behaviour*, Proceedings of a Symposium at IUI, Stockholm, August 28-29, 1978.
- Burrell, A M, Hill, G P & Williams, N T, [1982], "Grants and Tax Reliefs as Invest-



- ment Incentives", *Journal of Agricultural Economics*, vol 34, s 127-136.
- De Ridder, A, [1989], "Aktiemarknadens riskpremie under ett halvt sekel", *Ekonomisk Debatt*, årg 17, nr 1, s 33-37.
- Ds 1994:52, *Småföretagens riskkapitalförsörjning*, Näringsdepartementet.
- Eklund, K, [1995], "Realränta, riskpremie och inflationsförväntningar i Sverige", *Ekonomisk Debatt*, årg 23, nr 3, s 203-215.
- Frennberg, P & Hansson, B, [1990], "Swedish Stocks, Bonds, Bills and Inflation (1919-1990)", *Applied Financial Economics*, 1992, nr 2, s 79-86.
- Hulten, C R & Wykoff, F C, [1981], "Economic Depreciation and Accelerated Depreciation: An Evaluation of the Conable-Jones 10-5-3 Proposal", *National Tax Journal*, vol XXXIV, s 45-60.
- Lagerkvist, C J & Andersson, H, [1996], "Taxes, Inflation and Financing - The Rate of Return to Capital for the Agricultural Firm", *European Review of Agricultural Economics*, Forthcoming issue 23:4.
- SCB, *Jordbruksekonomiska undersökningen*, olika nummer.
- SOU 1995:194, Svensk skattepolitik i teori och praktik, 1991 års skattereform, bilaga 1 till betänkande av Kommittén för utvärdering av skattereformen (KUSK).
- Södersten, J, [1982], "Accelerated Depreciation and the Cost of Capital", *The Scandinavian Journal of Economics*, vol 84, s 111-115.