

# Lönsamhet och risk i företagen

*Svensk företagsverksamhet blir alltmer riskfylld. Riskerna ökar genom att skuldsättningen stiger och tidigare rörliga kostnader, t ex för arbetskraft, blivit fasta. Samtidigt sjunker lönsamheten i stället för att stiga, vilket krävs för att kompensera för de ökade riskerna och stimulera industrisektorn att växa igen, anser Gabriel Urwitz.*

Ett rimligt antagande om människors ekonomiska beteende tycks vara att risktagande i de allra flesta fall uppfattas som något negativt. Av två investeringar med samma förväntad avkastning föredras den som är minst riskfylld.<sup>1</sup> I ett marknadssystem kommer detta att betyda att ju mer riskfylld en investering är, desto högre förväntad avkastning måste den ha för att kunna konkurrera med andra mindre riskfyllda alternativ. Vi får mao ett positivt samband mellan risk och förväntad avkastning som kan se ut som i figur 1.

Att det råder ett samband mellan risk och förväntad avkastning, och att detta påverkar tex företagens investeringsvilja och utbudet av riskvilligt kapital glöms ibland bort. Kapitalmarknadsutredningen skriver bl a följande:<sup>2</sup> "Det kan antas rimligt att industrin är villig att acceptera en viss fortsatt soliditetsnedgång, eftersom kalkylerna i såväl det offentligexpansiva som det industriexpansiva alternativet ger en räntabilitet som ligger över

den genomsnittliga nivån sedan mitten av 1950-talet." Utredningen frågar sig aldrig om den ökade lönsamheten är tillräcklig för att kompensera för de ökade risker av olika slag som industrin har utsatts för eller kommer att utsättas för i framtiden.

Denna artikel skall litet mera i detalj behandla företagens risksituation. Första delen av artikeln försöker att klart definiera vad som menas med företagsrisker. Den andra delen är ett försök att empiriskt mäta företagens risker genom en studie av börsföretagen. Artikeln avslutas med några allmänna reflektioner om det svenska näringslivets situation.

## Hävstångseffekter

Med ett företags risker ur ekonomisk synvinkel menas graden av svängningar i ett företags lönsamhet. Orsaken till att ett företags lönsamhet svänger kan i princip bero på två typer av risk som företaget är utsatt för: *rörelserisk* och *finansiell risk*.

För att förstå dessa båda riskbegrepp måste vi börja med att definiera lönsam-

*Ph D GABRIEL URWITZ har skrivit en avhandling om sambandet mellan risk och avkastning på företagsobligationer i USA och varit assistant professor vid Columbia University. Han är nu VD för Fondkommissionärsfirman Richard Hägglöf.*

<sup>1</sup> Ett exempel på riskundvikande beteende är följande. Antag att vi singlar slant. Om krona kommer upp vinner vi 10 000 kr, om klave kommer upp förlorar vi 10 000 kr. Den förväntade vinsten (om myntet är felfritt) är således 0 kr. De flesta personer skulle nog inte singla slanten, och tom vara villiga att betala något för att få slippa vara med i detta spel. Orsaken till detta beteende är att risken att förlora 10 000 kr väger tyngre än chansen att vinna 10 000 kr.

<sup>2</sup> Se kap 6, avsnitt 5.5, sid 275.

heten eller avkastningen före skatt på eget kapital,  $R_E$ , på följande sätt:

$$R_E = R_T + (R_T - R_S) (S/E) \quad (1)$$

Detta uttryck, som ibland brukar kallas hävstångsformeln, visar att om avkastningen på hela kapitalet  $R_T$ , överstiger den genomsnittliga ränta som måste betalas på det lånade kapitalet  $R_S$ , så kommer avkastningen på det egna kapitalet  $R_E$  att bli högre, ju högre skuldsättningsgrad – kvot mellan skulder och eget kapital  $S/E$  – företaget har. Om i stället totala avkastningen är lägre än skuldräntan verkar hävstångseffekten åt andra hållet och avkastningen på eget kapital blir lägre, ju högre skuldsättningsgraden är.

Svängningarna eller variabiliteten i avkastningen kan ses som ett mått på risken. Ett sätt att beräkna risken för eget respektive totalt kapital skulle alltså vara att på något sätt mäta variabiliteten i  $R_E$  och  $R_T$ . Ett vanligt mått är den sk variansen eller standardavvikelsen. Om vi antar att den genomsnittliga låneräntan  $R_S$  är konstant kan variansen för avkastningen på eget kapital,  $\text{Var}(R_E)$ , beräknas enligt följande formel:

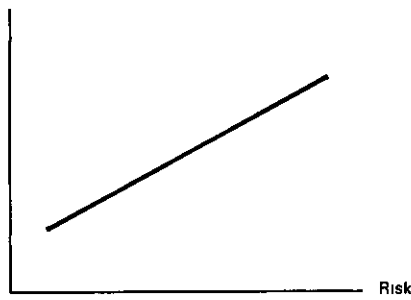
$$\text{Var}(R_E) = (1 + S/E)^2 \text{Var}(R_T) \quad (2)$$

Uttrycket (2) visar att risken för aktieägaren,  $\text{Var}(R_E)$ , ökar med ökad skuldsättningsgrad och ökad variabilitet i avkastningen på det totala kapitalet. Aktieägarna står när det gäller företagets vinst sist i ledet och har bara rätt till det som eventuellt blivit över sedan långivarna fått sin ersättning.

Den totala risken för företagets ägare beror alltså på två komponenter, skuldsättningsgraden och variabiliteten i det totala kapitalets avkastning. Den senare komponenten, vari företagets rörelserisk kommer till uttryck kräver några kommentarer. Avkastningen på totala kapitalet definieras som:

Figur 1.

Forväntad avkastning



$$R_T = \frac{\text{rörelseresultat före finansiella kostnader, bokslutsdispositioner och skatter}}{\text{balansomslutning}}$$

Genom att titta på en hypotetisk resultaträkning är det lättare att förstå vad som påverkar  $R_T$ 's variabilitet.

#### Hypotetisk resultaträkning

$$\begin{aligned} & \text{Försäljning} \\ & - \text{Rörliga kostnader} \\ & \text{Täckningsbidrag} \\ & - \text{Fasta kostnader (främst avskrivningar och} \\ & \quad \text{administrativa kostnader)} \\ & \text{Rörelseresultat före finansiella kostnader} \\ & \text{och skatter} \\ & - \text{Finansiella kostnader} \\ & \text{Rörelseresultat före skatt} \end{aligned}$$

$R_T$  ändras allt eftersom rörelseresultatet före finansiella kostnader och skatter, RFR, ändras. RFR påverkas i sin tur av svängningarna i försäljning och andelen fasta kostnader. Allt annat lika kommer ett konjunktürkänsligt företag att uppvisa större svängningar i  $R_T$  än ett konjunkturokänsligt företag, och därmed ha en högre rörelserisk. Ett kapitalintensivt företag med stora fasta kostnader kommer att uppvisa större svängningar i  $R_T$  och därmed högre rörelserisk än ett företag med en liten andel fasta kostnader. På samma sätt som skuldsättning ger en hävstångseffekt ger kapitalintensiv produktion en hävstångseffekt som kan ge positiva eller negativa utslag i rörelseresultatet.

**Finansiell risk och rörelserisk**

Uttryck (2) ger oss således anledning att dela upp företagets totala risk i två komponenter, rörelserisk och finansiell risk.

$$\text{Var } R_E = (1+S/E)^2 \text{ Var } (R_T) \quad (2)$$

total risk                      finansiell risk                      rörelserisk

Figur 2.

Finansiell risk	Hög	A	B
	Låg	D	C
		Låg	Hög
		Rörelserisk	

Med utgångspunkt från dessa två typer av risk kan vi ställa upp ett enkelt klassificeringsschema (figur 2).

**A:** Företag i denna kategori karakteriseras av låg rörelserisk och hög finansiell risk. Ett företag med låg rörelserisk har små variationer i sitt rörelseresultat. Detta innebär att man kan klara av en hög finansiell risk i form av en hög skuldsättningsgrad. Ju stabilare rörelseresultat ett företag har desto mindre marginal behövs för att kunna klara av räntekostnaderna, eftersom dessa utgör en fast kostnad för företaget. Jämför figur 3 a och b.

**Figur 3 a** illustrerar ett företag med låg rörelserisk, vilket framgår av de små fluktuationerna i resultatet före räntekostnader, RFR. **Figur 3 b** däremot illustrerar ett företag med hög rörelserisk, vilket framgår av de kraftiga svängningarna i RFR. Trots att företagen i genomsnitt över en längre tidsperiod har samma resultat före räntekostnader har de mycket olika skuldsättningskapacitet. Företag 3 a) kan ta på sig  $R_2$  kr i räntekostnader och ändå alltid tjäna ihop tillräckligt för att betala dessa räntor. Företag 3 b) däremot kan inte ta på sig räntekostnader för mer än  $R_3$  kr för att alltid vara säker på att tjäna ihop tillräckligt för att betala dem. Om de båda företagen var lika i alla avseenden utom rörelserisk skulle denna skillnad leda till avsevärt olika skuldsättningsgrad om företagen alltid ville visa ett positivt eller nollresultat efter räntekostnader.

**B:** Dessa företag karakteriseras av hög rörelserisk och hög finansiell risk. Gene-

rellt kan man säga att den totala risken för denna grupp av företag ofta blir för hög, vilket leder till konkurs, nedläggelse, uppköp, bidrag och/eller subventioner från staten.

**C:** Dessa företag karakteriseras av hög rörelserisk och låg finansiell risk. Ett företag med hög rörelserisk måste ha en högre säkerhetsmarginal vad gäller förmågan att betala kostnadsräntorna än företag i grupp A<sup>3</sup>. Detta illustreras i figur 3 b.

**D:** Denna kategori av företag karakteriseras av låg rörelserisk och låg finansiell risk. Dessa företag kan många gånger sägas ha en för stark balansräkning eller

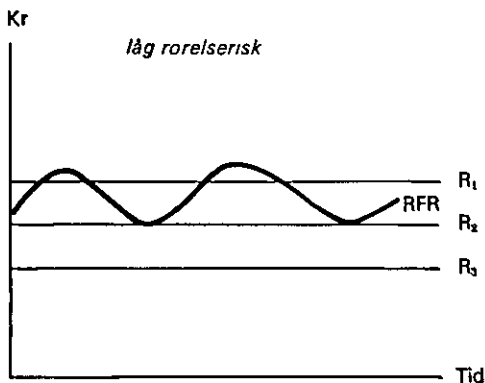
<sup>3</sup> Ett mått som mäter denna säkerhetsmarginal är det sk räntetäckningsmättet. En av många definitioner på detta mått är

$$\text{Rantetäckning} = \frac{\text{Resultat före skatt och rantekostnader}}{\text{Rantekostnader}}$$

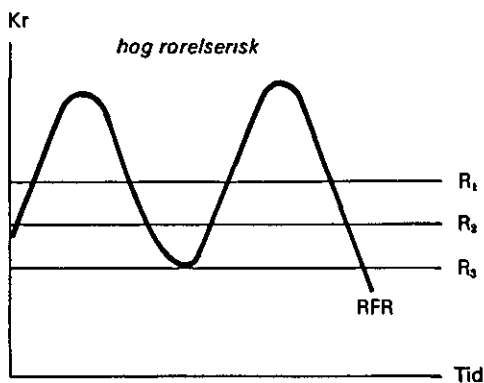
Nedanstående tabell visar rantetäckningen under perioden 1970–1977 för sju branscher:

	1970	1971	1972	1973
Verkstadsindustri	4,5	3,6	4,0	4,5
Metall- och bruksföretag	3,5	1,8	1,5	4,9
Skogsindustri	2,7	1,7	1,6	3,6
Kemisk industri	4,1	3,1	3,4	3,8
Handelsföretag	3,3	3,3	4,3	6,4
Rederier	1,4	1,2	1,0	1,3
Byggnadsindustri	2,6	2,8	3,1	3,7
	1974	1975	1976	1977
Verkstadsindustri	4,1	2,9	2,9	2,4
Metall- och bruksföretag	8,6	2,9	1,6	neg
Skogsindustri	8,6	4,5	2,6	0,7
Kemisk industri	5,6	4,5	3,9	3,3
Handelsföretag	6,9	4,9	2,8	1,5
Rederier	0,8	0,3	0,6	0,3
Byggnadsindustri	3,1	3,4	3,0	2,5

Figur 3 a.



Figur 3 b.



s k slumrande substans, vilket gör företagen attraktiva take-over-kandidater.

För varje given total risknivå (Var  $R_E$ ) finns det ett oändligt antal tänkbara kombinationer av finansiell risk och rörelserisk. Detta illustreras i figur 4. Företag A har en lägre total risk men högre finansiell risk än företag B.

### Riskstrukturen i svenska börsföretag 1970–1977

Det kan vara av intresse att undersöka hur förhållandet mellan risk och avkastning ser ut i det svenska näringslivet. Kan vi tex urskilja skillnader mellan olika branscher?

Eftersom börsföretagen är den enda företagsgrupp där information är någorlunda lättillgänglig och enhetlig skall vi studera dessa företags risksituation under perioden 1970–1977. Den databas som använts är Handelshögskolans i

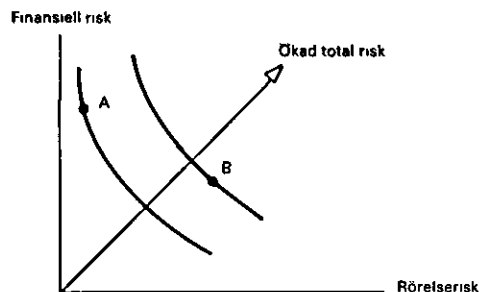
Stockholm FINDATA-system. För att göra analysen något mer hanterlig skall vi inte studera enskilda företag utan olika branschers utveckling. Börsföretagen delades in i följande branscher efter *Af-färsvärldens* och *Veckans Affärers* branschindelning.

Bransch	Antal företag
B Byggnadsindustri	4
H Handelsföretag	4
K Kemisk industri	6
M Metall- och bruksföretag	9
R Rederier	3
S Skogsindustri	10 <sup>1</sup>
V Verkstadsindustri	20
Totalt antal företag	56

För respektive bransch beräknades för perioden 1970–1977 följande variabler:  $R_T$ ,  $R_S$ ,  $R_E$ ,  $S/E$  samt standardavvikelsen för  $R_T$ ,  $R_E$  och  $R_S$ . Resultatet av beräkningarna presenteras i tabell 1. Resultaten bör tolkas med viss försiktighet eftersom dels urvalet är begränsat, dels inga försök har gjorts för att göra grundmaterialet konsistent vad gäller eventuella redovisningsskillnader.

Som framgår av tabell 1 så föreligger klara skillnader såväl lönsamhets- som riskmässigt branscherna emellan. Skogs-

Figur 4.



<sup>1</sup> I denna kategori har även inkluderats ASSI och Södra Skogsägarna eftersom dessa ingår i FINDATA-basen.

Tabell 1. Avkastning för börsföretag i olika branscher 1970-77.

Bransch	$R_T\%$			$R_E\%$			$R_S\%$			S/E
	Medel- tal	SD ( $R_T$ )	CV	Medel- tal	SD ( $R_E$ )	CV	Medel- tal	SD ( $R_S$ )	CV	
V Verkstadsindustri	8,39	1,09	0,13	18,71	3,86	0,21	3,51	0,46	0,13	2,09
M Metall- och bruks- företag	6,00	4,66	0,78	10,70	14,24	1,33	3,27	0,39	0,12	1,89
S Skogsindustri	8,48	5,78	0,68	17,62	17,64	1,00	3,99	0,30	0,07	2,20
K Kemisk industri	8,48	2,42	0,29	17,60	6,79	0,39	3,34	0,27	0,08	1,75
H Handelsföretag	7,25	2,22	0,31	18,35	8,26	0,45	2,64	0,68	0,26	2,54
R Rederier	2,84	1,26	0,44	-4,07	10,53	2,59	4,14	0,52	0,13	5,17
B Byggnadsindustri	6,58	0,82	0,12	20,64	5,05	0,24	2,79	0,24	0,08	3,66

$$CV = \frac{\text{standardavvikelse}}{\text{medeltal}}$$

SD = standardavvikelse

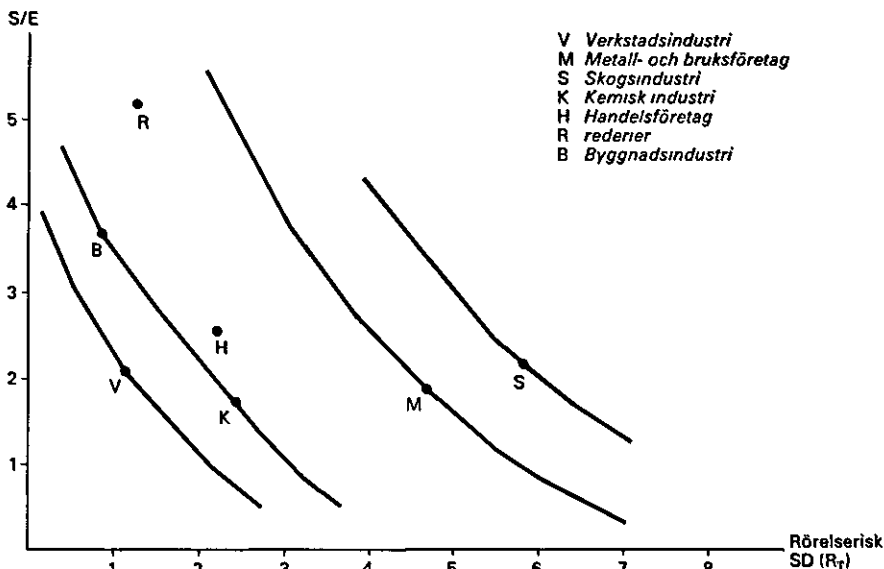
och kemisk industri har den högsta avkastningen på totala kapitalet medan verkstads- och byggnadsindustrin i snitt har den högsta avkastningen på det egna kapitalet. Skogsindustrin har såväl den högsta rörelserisken (SD ( $R_T$ )) som den högsta totala risken (SD ( $R_E$ )), medan byggnadsindustrin har den lägsta rörelserisken och verkstadsindustrin har den lägsta totala risken. Högsta finansiella risken har rederi- och byggbranscherna.

För rederibranschen framgår att den finansiella hävstångseffekten är negativ; avkastningen på skuldkapitalet överstiger den på totala kapitalet vid en hög skuldsättningsgrad.

Genom att för varje bransch jämföra rörelserisken (SD ( $R_T$ )) med den finansiella risken (S/E) kan man bilda sig en uppfattning om branschernas olika riskstruktur. Detta illustreras i figur 5 som mycket klart illustrerar de riskskillnader

Figur 5.

Finansiell risk



Kurvorna anger totala risknivåer (Var ( $R_E$ )).

Tabell 2.

Samtliga bolag utom banker	1967	1968	1969	1970	1971	1972
Synlig soliditet, %	(38,8)	(37,5)	(36,1)	(34,1)	(32,0)	(29,8)
Justerad soliditet, %	(44,8)	(43,0)	(41,7)	(40,5)	(39,0)	(38,2)

Samtliga bolag utom banker	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Synlig soliditet, %	28,6	27,8	26,3	25,5	23,7	23,2
Justerad soliditet, %	37,1	36,9	36,5	35,4	33,2	32,1

Forklaring till soliditetsmått:

1. Synlig soliditet =  $\frac{\text{ eget kapital och halften av obeskattade reserver utöver plan}}{\text{ balansomslutningen exklusive ackumulerade avskrivningar utöver plan}}$
2. Justerad soliditet = synlig soliditet med tillägg av "dolda reserver" (i talaren exkl latent skatteskuld).

Källa: Aktiv Placering AB

som föreligger mellan branscherna.

Som framgår av en jämförelse mellan *tabell 1* och *figur 5* så överensstämmer inte branschernas risksituation med deras lönsamhetsnivå. Dvs den mest/minst riskfyllda branschen är inte den mest/minst lönsamma branschen.

### Riskerna ökar för svenska företag

Den empiriska analys som presenterats ovan är en sk tvärsnittsanalys dvs den jämför olika branscher för en given tidsperiod. Med denna analys som bakgrund går det alltså inte att göra precisa uttalanden om hur 1970-talet ser ut i jämförelse med tex 1950- och 1960-talen. Helt uppenbart har dock saker inträffat under 1970-talet som borde ökat företagets risker, såväl de finansiella som de rörelsemässiga.

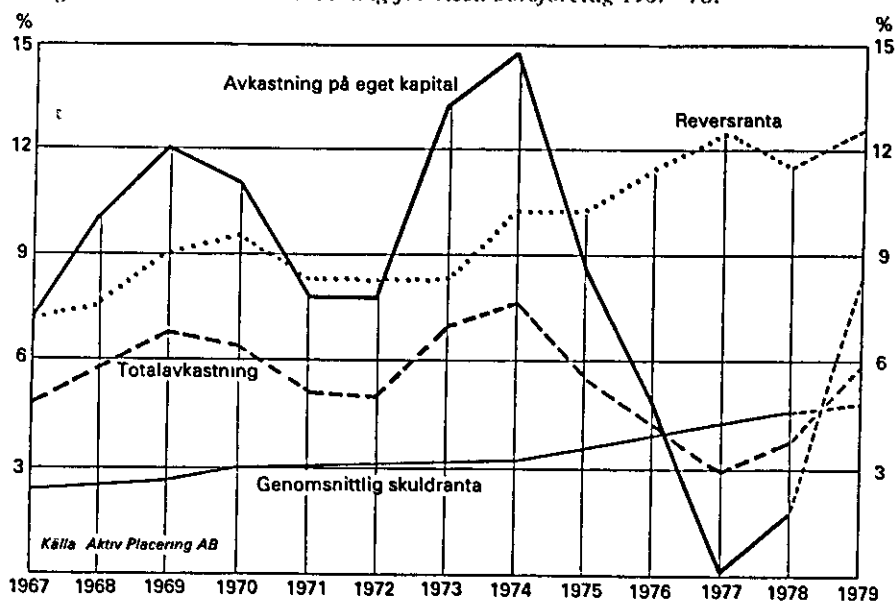
*Tabell 2* visar soliditetsutvecklingen bland svenska börsbolag, exklusive banker, under perioden 1967-1978. Det är helt klart att soliditeten har sjunkit kraftigt. Översätts soliditeten till skuldsättningsgrad har den synliga skuldsättningsgraden ökat från 1,6 1967 till 3,3 1978. *Diagram 1* presenterar lönsamhetsutvecklingen för samma kategori företag. I och med stigande skuldsättningsgrad, stigande genomsnittlig skuldränta

och i varje fall inte stigande avkastning på totala kapitalet framträder mycket klart den ökande variabiliteten i avkastningen på eget kapital. Av *diagram 1* framgår också att avkastningen i reala termer sjunkit, eftersom gapet mellan den långfristiga gråmarknadsräntan och avkastningen på totala kapitalet vidgats.

Under 1970-talet har genomförts reformer som torde ha lett till ökade rörelserisker för näringslivet. Jag tänker här på de sk Åman-lagarna som medfört att arbetskraften blivit en till stor del fast kostnad. Med andra ord borde svensk industri internationellt sett ha en avsevärt högre andel fasta kostnader genom att såväl kapital som arbetskraftskostnaden i stort sett är fasta. Detta gör svensk industri extremt volymkänslig, eftersom man får mycket stora hävstångseffekter. Man kan vidare hävda att de medbestämmandelagar som kommit till under 1970-talet medfört en fast kostnad för företagen och därigenom ökat företagets rörelserisker, även om genomförandet av lagstiftningen medfört bättre motiverad och därigenom produktivare arbetskraft.

Under 1970-talet har svensk industri dessutom börjat låna utomlands på ett sätt som inte förekom tidigare. Den nu

Diagram 1. Rantabilitetsutveckling för vissa borsföretag 1967-78.



Samtliga borsföretag utom banker och investmentbolag. Avkastning på eget kapital: Beräknat resultat före skatt i procent av justerat eget kapital. Totalavkastning: Beräknat resultat före skatt och kostnadsranta i procent av justerad balansomslutning.

Källa: Aktiv Placering AB

gällande valutaregleringen har troligtvis till viss del tvingat fram en ökad skuldsättning, eftersom direktinvesteringar och företagsköp utomlands i stort sett måste finansieras utomlands. Detta innebär att även om likvida resurser finns i svenska kronor måste bolagen låna upp utländsk valuta, vilket därigenom blåser upp balansomslutningen och ökar skuldsättningsgraden.

Åman- och medbestämmandelagarna har uppenbarligen medfört en ökad rörelserisk för svensk industri. Om man vill undvika att industrisektorn krymper i Sverige så krävs att lönsamheten inom industrin överstiger en viss miniminivå. Har man genom olika beslut ökat industrins rörelserisker innebär det att denna miniminivå höjs. Utvecklingen i Sverige har hittills inneburit att industrins risker ökat samtidigt som industrins lönsamhet sjunkit, åtminstone i reala termer. Denna

utveckling är på sikt oförenlig med kravet på en större industrisektor. När det gäller lönsamheten bör man inte stirra sig blind på genomsnittssiffror utan även observera hur spridningen av lönsamheten ändrats. Det verkar helt klart att spridningen har ökat.

Av den politiska debatten i Sverige framgår klart att alla är medvetna om behovet av att öka industrisektorn. Samtidigt verkar man ha svårt att ge industrin de förutsättningar som krävs för att så ska ske kanske framför allt när det gäller att skapa förutsättningar för en tillräcklig lönsamhet. Det talas ofta om övervinster när verkligheten snarare, enligt min uppfattning, präglas av undervinster.

Troligtvis har inte toleransen mot lönsamhet och vinster i och för sig minskat i samhället utan snarare är det så att toleransen mot de fördelningspolitiska kon-

sekvenserna av en ökad lönsamhet har minskat. Enligt min uppfattning är denna intolerans till stor del skapad av politiker och massmedia. Det skulle föra för långt att här gå in på en debatt om de fördelningspolitiska konsekvenserna av en ökad lönsamhet i näringslivet. Jag vill bara göra två kommentarer. Den ena är att i den politiska debatten när det gäller vinstutveckling och vinstnivå i näringslivet så verkar man hänga upp sig alltför

mycket vid procentuella förändringstal. Ett litet exempel: Om vinsten ett år är 100 och nästa år 50 är detta en vinstminskning med 50%. Om vinster följande år är tillbaka i 100 är detta en vinstökning med 100%! Den andra punkten är att om olika slag av löntagarfonder, individuella vinstandelar etc är enda sättet att öka toleransen för en ökad lönsamhet, så brådskar det med genomförandet av dessa reformer.