

AKTUELL KOMMENTAR

Hva påvirker bedriftenes investeringsbeslutning?

REGIONALT NETTVERK, SPESIALTEMA 2017

NR. 10 | 2017

IDA NERVIK HJELSETH,
SARA SKJEGGESTAD MEYER
OG MARI AASGAARD WALLE



NORGES BANK

Aktuell kommentar består av kortere, signerte artikler om aktuelle økonomiske problemstillinger.

© 2017 Norges Bank

Det kan siteres fra eller henvises til dette arbeid, gitt at forfatter og Norges Bank oppgis som kilde.

NORGES BANK
AKTUELL KOMMENTAR
NR. 10 | 2017

HVA BESTEMMER
BEDRIFTENES
INVESTERINGSBESLUTNING?

Innhold

1. Innledning.....	5
2. Utvalg og kategorisering i undersøkelsen	7
3. Resultater fra undersøkelsen	8
3.1 Hvordan finansierer bedriftene sine investeringer?	8
3.2 Bedriftenes oppfatninger av eget investeringsnivå.....	10
3.3 Hvilke kriterier vektlegges i investeringsbeslutningene?	13
3.4 Har bedriften et fast avkastningskrav?	15
3.5 Effekten av utenlandsk eierskap	20
4. Konklusjon	22
Referanser	24
Vedlegg: Spørreskjema Spesialtema runde 4 2017 – Investeringbeslutninger.....	25

Hva påvirker bedriftenes investeringsbeslutning?

Ida Nervik Hjelseth, Sara Skjeggstad Meyer og Mari Aasgaard Walle¹

NORGES BANK
AKTUELL KOMMENTAR
NR. 10 | 2017

HVA BESTEMMER
BEDRIFTENES
INVESTERINGSBESLUTNING?

Investeringene i norske fastlandsbedrifter har utviklet seg relativt svakt siden finanskrisen, selv om styringsrenten er blitt redusert til et historisk lavt nivå. Norges Bank har gjennom sitt regionale nettverk intervjuet norske bedrifter om deres investeringsnivå og grunnlaget for deres investeringsbeslutninger. Undersøkelsen er egnet til å belyse hvilke faktorer som kan ha bidratt til å dempe investeringsveksten.

Over 75 prosent av bedriftene rapporterte at investeringene har vært på et passende nivå de siste fem årene gitt bedriftens investeringsbehov. Bedriftene som rapporterer om et for lavt investeringsnivå i perioden begrunner dette med økt usikkerhet om den økonomiske situasjonen og mangel på interne midler.

Interne midler oppgis som den vanligste kilden til finansiering av foretaksinvesteringer. Få bedrifter rapporterer at tilgang på ekstern kapital er et hinder for investeringene. Det indikerer at finansmarkedene i Norge er velfungerende. En tredjedel av bedriftene baserer investeringsbeslutningene på tommelfingerregler hvor rentenivået er av mindre betydning. Nærmere halvparten bruker både økonomiske modeller og tommelfingerregler. Den direkte effekten av renten på investeringsbeslutningen gjennom innvirkningen på kapitalkostnadene, ser ut til å være noe mindre enn teoretiske sammenhenger skulle tilsi.

Nøkkelord: Regionalt nettverk, foretaksinvesteringer, investeringsbeslutninger, finansiering, avkastningskrav, utenlandsk eierskap, pengepolitikk, finansiell stabilitet.

¹ Synspunktene og konklusjonene i denne publikasjonen er forfatterens egne og deles ikke nødvendigvis av Norges Bank. De må derfor ikke rapporteres som Norges Banks synspunkter. Vi takker Henriette Brekke, Fredrikke Eger, Bjørn Naug, Kjell Bjørn Nordal og Einar Wøien Nordbø for gode kommentarer og innspill..

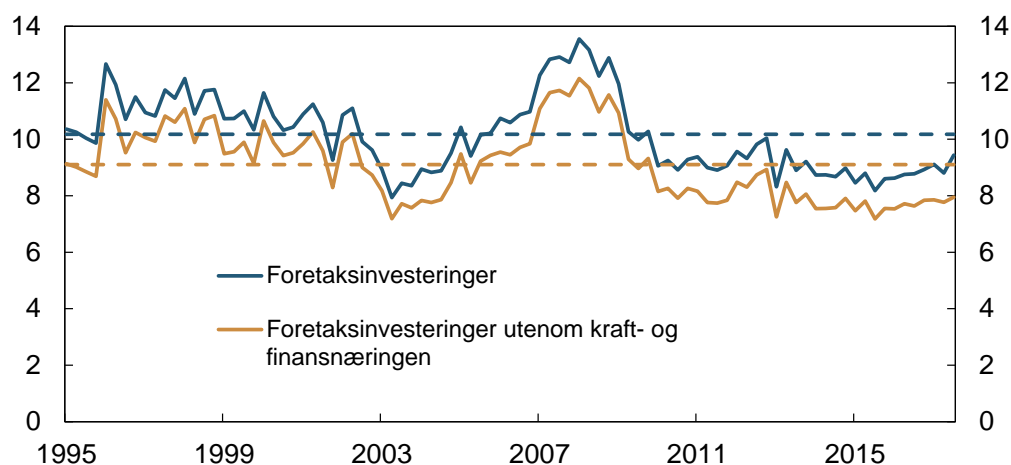
1. Innledning

Foretaksinvesteringene er viktige for utviklingen i norsk økonomi. Investeringene er avgjørende for produksjonskapasiteten og produktivitsveksten i økonomien på lengre sikt. Foretaksinvesteringene svinger mer over konjunktursykelen enn andre etterspørselskomponenter og er dermed viktige for å forstå konjunkturutviklingen.

For Norges Bank er utviklingen i foretaksinvesteringene interessant. Styringsrenten, som er det viktigste virkemiddelet i pengepolitikken, antas å ha vesentlig betydning for bedriftenes investeringsbeslutninger. Samtidig har Norges Bank et særlig ansvar for å bidra til robuste og effektive finansmarkeder og betalingssystemer. Et effektivt finansielt system kjennetegnes blant annet ved at de som ønsker å gjennomføre lønnsomme investeringer får tilgang til finansielle midler.

Foretakenes investeringer som andel av BNP Fastlands-Norge har i gjennomsnitt vært rundt 10 prosent de siste 20 årene, se figur 1.1.1. Siden finanskrisen høsten 2008 har foretaksinvesteringene i norske fastlandsbedrifter vært noe lavere og produktivitsveksten har avtatt. Samtidig har rentene vært historisk lave og avkastningen på realkapital forholdsvis høy. Den samme utviklingen ser vi i andre OECD-land. Dette reiser spørsmål ved om effekten av styringsrenten er mindre enn vi har sett for oss. Eller er det andre årsaker som finansielle restriksjoner, usikker etterspørselsvekst og markedssvikt som har dempet investeringsveksten?

Figur 1.1.1: Foretaksinvesteringer som andel av BNP Fastlands-Norge. Sesongjustert. Løpende priser. Prosent. 1.kvartal 1995 - 3. kvartal 2017



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Den svake utviklingen i OECD-landenes foretaksinvesteringer er i årene etter finanskrisen blitt analysert av internasjonale organisasjoner og myndigheter som OECD (Lewis, Pain, Strasky og Menkyna 2014), IMF (Barkbu, Berkmen, Lukyantsau, Saksonovs og Schoelerman, 2015) og BIS (Banerjee, Kearns og Lombardi 2015), blant annet med utgangspunkt i tradisjonelle teoretiske modeller. Resultatene fra disse analysene tyder på at investeringer i mange land er blitt holdt nede av blant annet lav etterspørsel, forventninger om lav lønnsomhet fremover samt usikkerhet rundt den økonomiske utviklingen og den økonomiske politikken. I Staff Memo 2/2015 finner Andersen og Walle (2015) ved hjelp av modellberegninger tilsvarende resultater for Norge.

Nå står vi trolig overfor et stemningsskifte i økonomien der utviklingen i samtlige av disse faktorene er på vei til å snu. Veksten i norsk økonomi har tatt seg opp, sysselsettingen har økt og arbeidsledigheten har avtatt. Investeringene vil kunne vokse betydelig mer enn BNP Fastlands-Norge når fremtidsutsiktene bedrer seg. Ved å få mer informasjon om hvilke faktorer som driver investeringsbeslutningene i den enkelte bedrift, kan vi trolig få større forståelse og gjøre bedre analyser av utviklingen i foretaksinvesteringene enn ved kun å bruke makroøkonomiske variabler for økonomien.

Ved hjelp av Norges Banks regionale nettverk har vi intervjuet norske bedrifter om deres investeringsnivå og grunnlaget for deres investeringsbeslutninger. Investeringer er her definert som opprettholdelse av eksisterende kapitalbeholdning og kjøp av ny fast eller immateriell realkapital til virksomheten i Norge.² Undersøkelsen søker å gi svar på hvordan bedriftene vurderer egne investeringer de siste fem årene, hva bedriftene selv oppfatter som de viktigste årsakene til avvik fra ønsket investeringsnivå, hva som driver investeringsbeslutningene og hvordan investeringene finansieres. Dermed er også undersøkelsen godt egnet til å belyse hvilke faktorer som kan ha bidratt til å dempe veksten i foretaksinvesteringene.

Undersøkelsen føyer seg inn i en rekke tilsvarende undersøkelser som er gjort internasjonalt, se blant annet Bank of England (Saleheen, Levina, Melolinna og Tatomir 2017) og European Investment Bank (2016). Undersøkelser fra Reserve Bank of Australia (Lane og Rosewall 2015) og Riksbanken (2016) har særlig fokus på rentens betydning for investeringsbeslutninger.

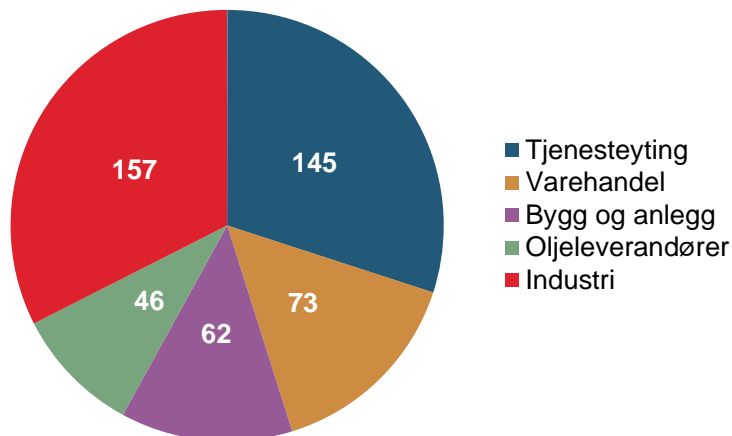
² Kjøp av tomter og eksisterende bygg, samt oppkjøp av andre selskaper etc. regnes ikke som investeringer i denne sammenheng.

2. Utvalg og kategorisering i undersøkelsen

Undersøkelsen er gjennomført blant bedriftene i Norges Banks regionale nettverk under intervjuene i runde 2/2017 og 4/2017.³ Utvalget består av til sammen 483 respondenter. Samtlige bedrifter i utvalget har oppgitt et gjennomsnittlig investeringsnivå de siste fem til ti årene på 100 000 kr eller mer. Inndeling av bedrifter etter næring følger samme definisjoner som i Regionalt nettverk. Jordbruk, skogbruk og kraftforsyning er ikke representert i nettverket. I tillegg har vi tatt ut banker og offentlig sektor fra utvalget. Vi har valgt å ekskludere bankene fra utvalget fordi deres balanse ikke er sammenlignbar med balansen til ikke-finansielle foretak. Bankenes gjeld er for eksempel ikke et uttrykk for investering i eiendeler, men er en viktig produktinnsats i bankenes produksjon. Store investeringer i kraftsektoren er langsiktige og i hovedsak politisk bestemt uavhengig av konjunktorene. Ser vi bort fra investeringene kraft- og finansnæringen de siste årene ville utviklingen i foretaksinvesteringene vært enda litt svakere sammenlignet med gjennomsnittet, se figur 1.1.1.

I utvalget er det flest respondenter innen tjenesteyting og industri, se figur 2.1.1. Sammenligner vi de samme næringene i utvalget med tilsvarende næringsfordeling i nasjonalregnskapet (målt i bruttoprodukt), er industri relativt større i vårt utvalg på bekostning av tjenesteyting.

Figur: 2.1.1: Fordeling av svarbedrifter etter næring. Uvektet. Antall



Kilde: Norges Bank

I analysen skiller vi mellom små, mellomstore og store bedrifter basert på antall sysselsatte:⁴

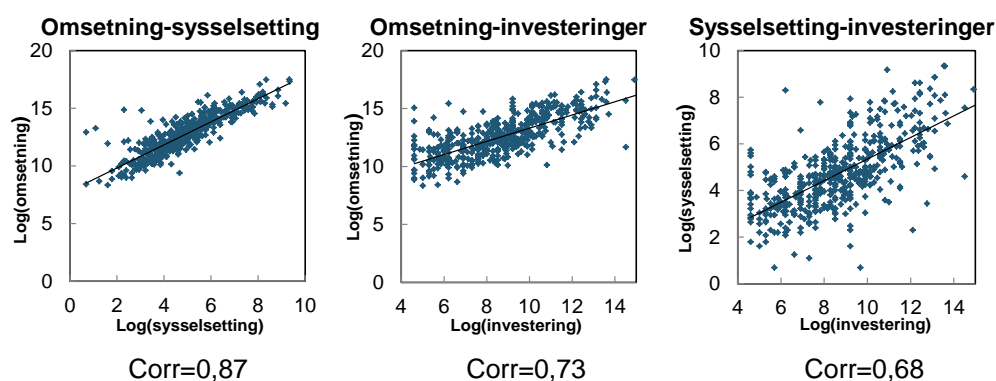
³ Undersøkelsen er gjennomført som et spesialtema. Spørsmålene er ikke en del av standardundersøkelsen i det regionale nettverket.

⁴ Det er ikke etablert noen klar definisjon i Norge på hva som regnes som en liten, mellomstor eller stor bedrift. Regjeringen, Forskningsrådet og NHO definerer små og mellomstore bedrifter til bedrifter med under 100 ansatte,

- Små bedrifter: under 50 ansatte (147 respondenter)
- Mellomstore bedrifter: 50-99 ansatte (82 respondenter)
- Store bedrifter: 100 ansatte eller mer (254 respondenter)

For bedre sammenhengen mellom resultatene i undersøkelsen og foretaksinvesteringene i fastlandsøkonomien veker vi svar med bedriftenes omsetning der det er hensiktsmessig. Det er god sammenheng mellom bedriftsstørrelse målt ved antall sysselsatte og omsetning, og begge målene har nokså god sammenheng med bedriftenes investeringsnivå, se figur 2.1.2. Grunnen til at vi i hovedsak ikke veker svarene med investeringsnivået er at investeringene er volatile. For å unngå utslag av store enkeltprosjekt blant bedriftene i den siste femårsperioden vurderer vi vekting basert på omsetning som mer robust. Over tid vil de største bedriftene antageligvis ha de største investeringene.

Figur 2.1.2: Forholdet mellom omsetning, investeringer og sysselsetting



Kilde: Norges Bank

3. Resultater fra undersøkelsen

3.1 Hvordan finansierer bedriftene sine investeringer?

For å forstå bedriftenes investeringer, er det blant annet nyttig å vite hvilke finansieringskilder som er viktigst i finansiering av investeringene. Bedriftene kan finansiere investeringer ved bruk av interne midler, ulike typer lånefinansiering og/eller innskudd av ny egenkapital. I tillegg kan bedriftene tilegne seg produksjonsmidler ved leasing. Ifølge «hakkeordensteorien»⁵, vil bedriftene prioritere interne midler for å finansiere sine investeringer så langt de er tilgjengelige, deretter lånefinansiering og til sist innskudd av ny egenkapital (Myers og Majluf 1984). Teorien antar at forekomst av asymmetrisk informasjon gjør at intern finansiering er billigere enn ekstern finansiering. Ved innskudd av

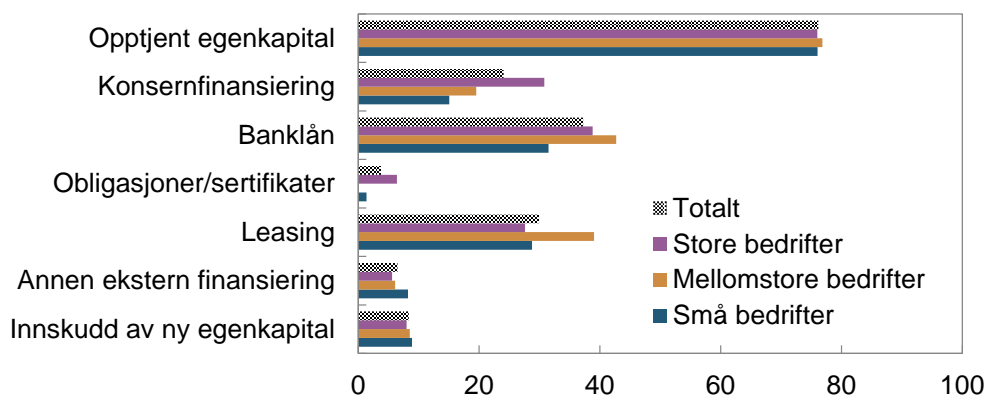
(Nærings- og handelsdepartementet 2012). Vi følger denne definisjonen og setter videre grensen for små bedrifter til under 50 ansatte.

⁵ På engelsk kjent som «pecking order theory».

ny egenkapital vil deler av selskapets verdi overføres til nye aksjonærer på bekostning av eksisterende aksjonærer. Derfor foretrekkes lånefinansiering fremfor innskudd av ny, ekstern egenkapital.

Undersøkelsen gir noe støtte til «hækkeordensteorien» ved at interne midler er den klart vanligste kilden til finansiering, og at relativt få har benyttet seg av innskudd av ny egenkapital, se figur 3.1.1. Over 75 prosent av bedriftene i undersøkelsen svarer at de har benyttet opptjent egenkapital for å finansiere investeringene sine. Bankfinansiering og leasing er de nest mest vanlige finansieringsformene og er benyttet av henholdsvis 37 og 30 prosent av bedriftene. Det er noe vanligere for store og mellomstore bedrifter å finansiere investeringer med banklån enn for små bedrifter. Leasing blir oftest benyttet av mellomstore bedrifter.⁶

Figur 3.1.1: Over de siste 5 årene, hvordan har bedriftens investeringer vært finansiert? Uvektet. Prosent



Kilde: Norges Bank

Bedriftene hadde mulighet til å oppgi flere finansieringskilder, men hadde ikke anledning til å rangere i hvor stor grad hver kilde ble benyttet. Bedriftene ble imidlertid bedt om å oppgi deres viktigste finansieringskilde.⁷ Av bedriftene som har svart på dette, anser 52 prosent opptjent egenkapital som den viktigste finansieringskilden, mens den nest viktigste kilden er banklån, oppgitt av 18 prosent av respondentene. Det samsvarer godt med resultatene i Bank of Englands undersøkelse (Saleheen 2017).

En rekke studier viser at foretakenes finansielle stilling påvirker finansieringskostnadene og dermed foretakenes investeringsbeslutninger (Lewis 2014 og Stein 2003). Den finansielle

⁶ Relativt få bedrifter melder om bruk av obligasjonsfinansiering. Bruk av obligasjonsmarkedet har økt blant norske bedrifter de siste årene, men det er fortsatt relativt få, store bedrifter som benytter seg av dette markedet. Særlig bedrifter innen kraft er aktive i obligasjonsmarkedet, og disse bedriftene er ikke representert i utvalget.

⁷ Spørsmålet ble lagt til som et tilleggsspørsmål i andre runde av undersøkelsen.

stillingen påvirker både behovet for og prisen på ekstern finansiering (agentkostnaden). Behovet for kostbar ekstern finansiering er mindre for foretak som har store overskudd og som anvender overskuddet til å øke egenkapitalen og likviditeten (intern finansiering). En slik bedring i foretakenes finansielle stilling reduserer også kredittrisikoen på foretakslånene. Det reduserer isolert sett agentkostnaden og dermed prisen på ekstern finansiering.

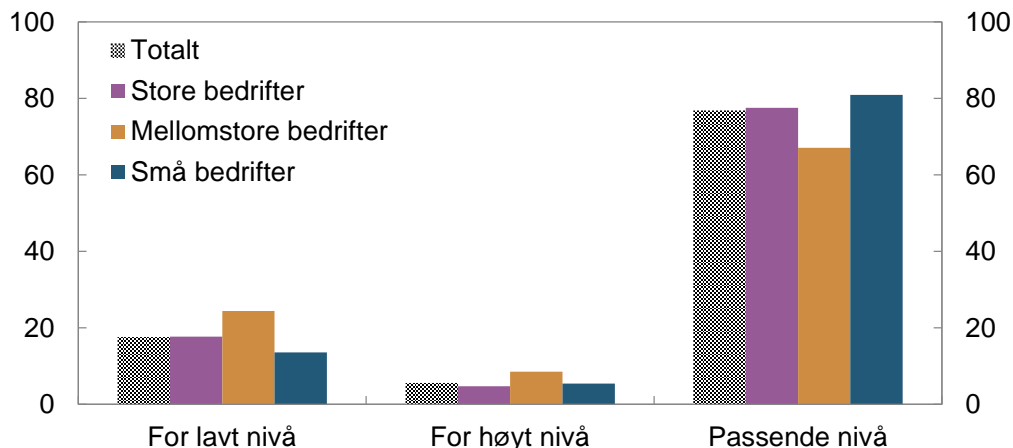
Svarene fra undersøkelsen indikerer at tilgangen på interne midler og dermed bedriftenes lønnsomhet er av stor betydning for investeringsnivået. Videre har tilgang på ekstern finansiering, særlig banklån, en viktig rolle for mange bedrifters investeringer, gjerne komplementært til den interne finansieringen.

3.2 Bedriftenes oppfatninger av eget investeringsnivå

I undersøkelsen ble bedriftene spurt om investeringsnivået hadde vært passe, for lavt eller for høyt gitt bedriftens investeringsbehov de siste fem årene, se figur 3.2.1. Samlet oppgir over tre av fire bedrifter at investeringene har vært på et passende nivå, mens mindre enn 20 prosent vurderer investeringsnivået til å ha vært for lavt. Drøyt 5 prosent oppgir at investeringsnivået har vært for høyt. Det er relativt flere store og mellomstore bedrifter enn små bedrifter som synes at bedriften har investert for lite. Over 80 prosent av små bedrifter anser investeringsnivået å ha vært på et passende nivå.

Siden majoriteten svarer at investeringsnivået har vært passe, kan vi anta at investeringene har vært i tråd med de underliggende økonomiske drivkreftene. Det er likevel viktig å understreke at bedriftenes svar bygger på egne oppfatninger av hva som er et passende, for lavt eller for høyt investeringsnivå. Dersom mange bedrifter har svart at investeringsnivået har vært på et passende nivå *gitt* beskrankningene, som for eksempel stram kredittpraksis, kan andelen som svarer et passende nivå anses å være for høyt. Det kan i tillegg være forskjell på hva som oppleves som riktig investeringsnivå fra bedriftens perspektiv og hva som er samfunnsøkonomisk optimalt.

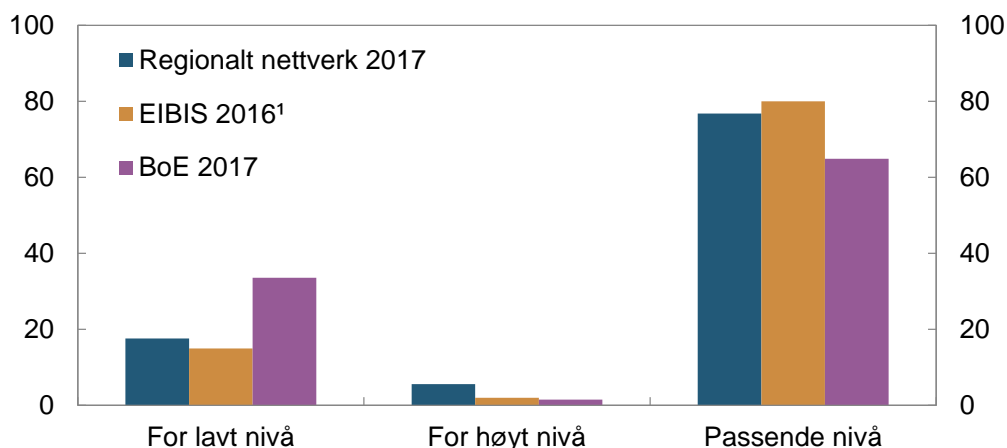
Figur 3.2.1: I forhold til bedriftens behov, hvordan har investeringsnivået vært samlet sett de siste 5 årene? Andel av bedriftene. Uvektet. Prosent



Kilde: Norges Bank

Resultatene i vår undersøkelse er i tråd med funn fra tilsvarende undersøkelser gjort internasjonalt, særlig fra EIB Investment Survey (European Investment Bank 2016) med svar fra bedrifter i alle EU-land, se figur 3.2.2. Også i undersøkelsen fra Bank of England (Saleheen 2017) svarer en klar overvekt av bedriftene at investeringene har vært på et passende nivå, selv om det her er flere som oppgir at investeringsnivået har vært for lavt.

Figur 3.2.2: I forhold til bedriftens behov, hvordan har investeringsnivået vært samlet sett de siste 5 årene? Andel av bedriftene. Uvektet. Prosent

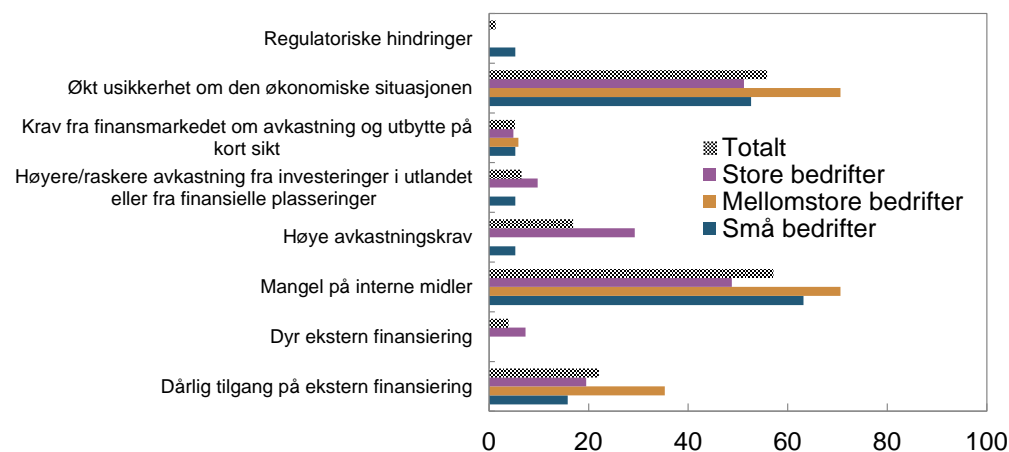


1) Inneholder også et alternativ for «vet ikke». Søylene summerer seg derfor ikke til 100 i figuren.
 Kilder: Norges Bank, European Investment Bank og Bank of England

Bedriftene som svarte at de vurderte investeringsnivået i perioden som lavere enn nødvendig ble spurt om hva som har vært bedriftens største investeringshindre. Nesten seks av ti bedrifter pekte på økt usikkerhet om den økonomiske situasjonen og mangel på interne midler som viktige årsaker til underinvestering, se figur 3.2.3. Særlig mellomstore

bedrifter fremhever disse to investeringshindrene. Investeringene i små bedrifter ble særlig begrenset av mangel på interne midler, mens store bedrifter i tillegg trakk frem høye avkastningskrav som en årsak til lave investeringer. Se mer om bedriftenes avkastningskrav i avsnitt 3.4.

Figur 3.2.3: Hvis for lavt investeringsnivå – hva har vært de største investeringshindrene? Uvektet. Prosent



Kilde: Norges Bank

Økonomisk usikkerhet og mangel på intern finansiering som årsaker til underinvestering samsvarer med de empiriske resultatene fra Andersen og Walle (2015). Basert på empiriske modellberegninger finner de at svake fremtidsutsikter og fallende lønnsomhet er blant de viktigste forklaringsfaktorene til at foretaksinvesteringene har vært lave i Norge i årene etter finanskrisen.

Regulatoriske hindre, dyr ekstern finansiering og andre prioriteringer i bruk av kapital ser i liten grad ut til å være investeringshindre.

Tilgang på ekstern finansiering fremstår heller ikke som et vesentlig investeringshinder for norske bedrifter. Vi finner at drøyt 20 prosent av bedriftene som hadde underinvestert oppga tilgangen på ekstern finansiering som en av årsakene. Det er betydelig færre enn i undersøkelsen fra Bank of England (Saleheen 2017) og European Investment Bank (2016) hvor henholdsvis drøyt 50 og 60 prosent av bedriftene som underinvesterte oppgir mangel på ekstern finansiering som et investeringshinder.

At tilgang på ekstern finansiering ikke er et like betydelig investeringshinder i Norge understøttes av bedriftene i NHOs økonomibarometer (Næringslivets Hovedorganisasjon 2017). Andelen som svarer at ekstern finansiering ses på som en stor utfordring har ligget relativt lavt rundt 10-15 prosent helt siden undersøkelsen startet i

2010.⁸ Dette til tross for at ekstern finansiering er en viktig finansieringskilde for investeringene.

Mens underinvestering i stor grad ser ut til å skyldes usikker økonomi, var det særlig god tilgang til ekstern og intern finansiering som ble oppgitt som årsaker til overinvestering blant bedriftene som svarte at de hadde investert for mye i perioden. Norge skiller seg fra andre land ved at en større andel av bedriftene mener investeringene har vært for høye. Vekter vi svarene etter omsetning, er det i all hovedsak oljeleverandører som har svart at investeringene de siste fem årene har vært for høye. I begynnelsen av femårsperioden var sektoren fortsatt preget av høye oljepriser, god lønnsomhet og optimisme.

3.3 Hvilke kriterier vektlegges i investeringsbeslutningene?

Bedriftene i undersøkelsen ble spurt om hvilke kriterier de vektla i sine investeringsbeslutninger, se boks 1.

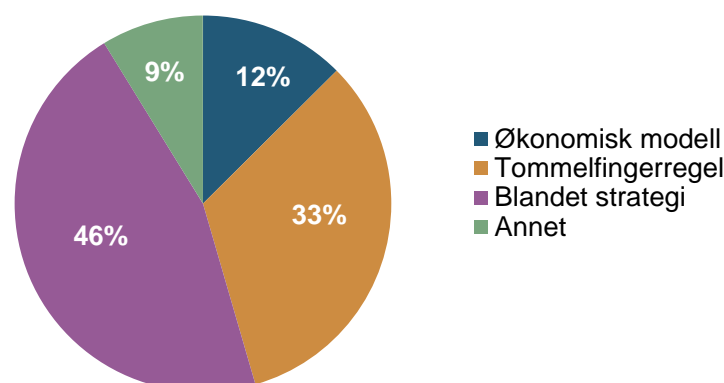
Ifølge tradisjonell investeringsteori vil endringer i rentenivået ha stor betydning for hvor mye bedrifter vil investere. Reduserte markedsrenter senker kapitalkostnaden til bedriftene og gjør flere investeringsprosjekter lønnsomme. Undersøkelser fra andre land finner derimot at investeringsbeslutninger ofte baseres på tommelfingerregler i tillegg til eller i stedet for tradisjonelle økonomiske modeller, se for eksempel Lane og Rosewall (2015) og Sveriges Riksbank (2016). I praksis kan det tilsi at investeringsbeslutningene er mindre følsomme for endringer i rentenivået enn det tradisjonell investeringsteori skulle tilsi.

Vår undersøkelse tyder også på at investeringsbeslutninger ofte baseres på tommelfingerregler hvor rentenivået er av mindre betydning. Vi har kategorisert svarene ut i fra om bedriftene har krysset av kun for modellbaserte alternativ, kun for alternativ basert på tommelfingerregler, begge deler, omtalt som blandet strategi, eller andre kriterier for investering. Basert på en slik inndeling svarer bare 12 prosent av bedriftene i undersøkelsen at de kun bruker økonomiske modeller i sine investeringsbeslutninger, se figur 3.3.1. Blant små bedrifter svarer hele 71 prosent at de kun benytter tommelfingerregler. Mange store og mellomstore bedrifter svarer også at de bare bruker tommelfingerregler, men det er relativt flere som benytter en blandet

⁸ I NHOs økonomibarometer blir alle bedriftene i undersøkelsen spurt om hva som oppleves som investeringshindre og ikke kun de som svarer at de har underinvestert. Det er derfor rimelig at denne andelen vil være noe lavere enn i vår undersøkelse.

strategi sammenlignet med små bedrifter. Fast frekvens for utskifting av utstyr er det vanligste kriteriet for investeringsbeslutninger basert på tommelfingerregler. Over halvparten av bedriftene rapporterer bruk av dette kriteriet. Det er rimelig å tro at dette i stor grad gjelder IT-utstyr. Over 40 prosent av bedriftene benytter primært kun én type beslutningsmodell, mens rundt 40 prosent benytter to modeller.

Figur: 3.3.1: Type investeringsbeslutninger hos svarbedrifter. Uvektet. Prosent



Kilde: Norges Bank

Bedriftene ble bedt om å spesifisere hvilket kriterium de vektlegger mest i investeringsbeslutningen.⁹ 30 prosent rapporterer et alternativ karakterisert som en økonomisk modell, hvor positiv netto nåverdi er vanligst, mens resten vektlegger tommelfingerregler. Halvparten av de som vektlegger tommelfingerregler vektlegger fast utskiftingsfrekvens. For store bedrifter svarer om lag 40 prosent av bedriftene at økonomiske modeller er viktigst.

Blant bedriftene som oppgir «andre» kriterier for investeringsbeslutninger svarer de fleste at investeringene er behovsstyrt eller inngår som en del av bedriftens strategi.

⁹ Spørsmålet ble lagt til som et tilleggsspørsmål i andre runde av undersøkelsen.

Boks 1: Kriterier for bedriftenes investeringsbeslutning.

Basert på undersøkelsen deler vi kriterier for investeringsbeslutninger inn i to kategorier: økonomiske modeller og tommelfingerregler.

Økonomiske modeller defineres som investeringsbeslutninger basert på tekniske beregninger av lønnsomhet ved diskonterte kontantstrømmer.

- *Positiv netto nåverdi:* Netto nåverdi (*NNV*) er en metode for å vurdere lønnsomheten av en investering gitt investeringskostnaden (*I*) og forventet kontantstrøm fra investeringen (*KS*) diskontert med en diskonteringsrente (*r*) over investeringsobjektets livsløp (*T*):

$$NNV = -I_0 + \sum_{t=1}^T \frac{KS_t}{(1+r)^t}$$

Bedriften investerer dersom investeringsprosjektet gir en positiv *NNV* gitt prosjektets diskonteringsrente. Diskonteringsrenten tilsvarer bedriftens krav til avkastning fra investeringsprosjektet.

- *Fast avkastningskrav:* Bedriften bruker et fast krav til minimum avkastning.
- *Relativt avkastningskrav:* Bedriften legger til grunn finansieringskostnaden med et fast påslag som krav til minimum avkastning.

For fast og relativt avkastningskrav kan investeringen vurderes som lønnsom dersom *NNV* er positiv eller om internrenten (diskonteringsrenten som gir *NNV=0*) er høyere enn avkastningskravet. Se mer om avkastningskrav i boks 2.

Tommelfingerregler baserer seg på at investeringen tilfredsstiller enkle regler og i mindre grad på lønnsomhetsberegninger av investeringsprosjektet.

- *Krav til tilbakebetalingsperiode:* Investeringen vurderes som lønnsom dersom investeringsbeløpet er tilbakebetalt innen en bestemt tid.
- *Bestemt frekvens for utskiftning av utstyr, maskiner og teknologi:* Bedriften fornyer kapital med jevne mellomrom. Dette er typisk for blant annet IT-utstyr.
- *Avkastning i tråd med bransjestandard:* Bedriften beregner investeringsprosjektets lønnsomhet, f.eks. ved en netto nåverdiberegning, og benytter en diskonteringsrente i tråd med standarden for sin bransje.

Blandet strategi er definert som bedrifter som baserer investeringsbeslutninger på mer enn én kategori.

I tillegg har noen bedrifter oppgitt «*andre kriterier*» for investeringsbeslutninger. Dette kan inkludere både andre økonomiske modeller og andre tommelfingerregler.

3.4 Har bedriften et fast avkastningskrav?

I økonomisk teori er det en vanlig forutsetning at bedrifter legger til grunn et avkastningskrav i investeringsbeslutningen og at avkastningskravet avhenger av kapitalkostnaden, som påvirkes av utlånsrenten, se boks 2. En lavere rente burde dermed bidra til at flere investeringer vurderes som lønnsomme. Beslutninger basert på avkastningskrav inngår i gruppen av bedrifter som benytter økonomiske

modeller. For å undersøke i hvilken grad endringer i renten påvirker avkastningskravet spurte vi bedriftene om nivået på deres avkastningskrav og om det har blitt endret de siste årene. Hva var i så fall årsaken til endret eller uendret avkastningskrav?

Boks 2: Avkastningskrav og hvordan det anvendes i investeringsbeslutningen

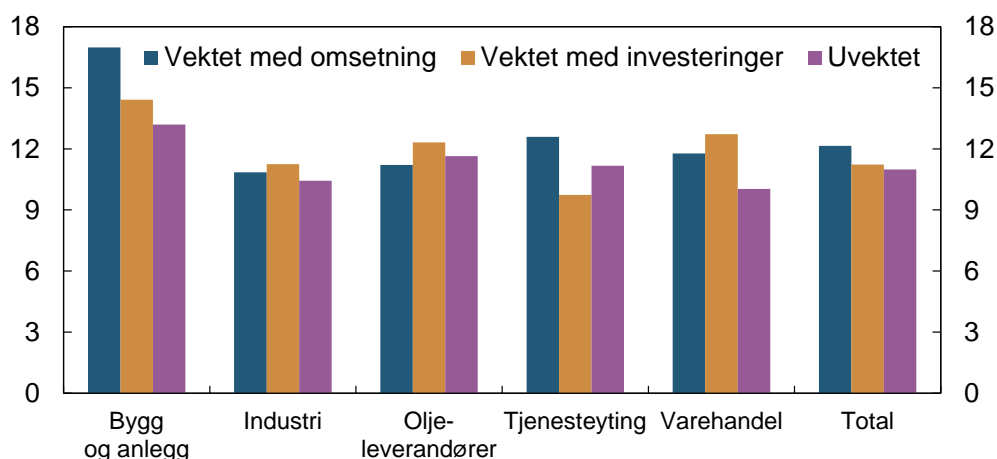
Med avkastningskravet mener vi det bedriften minimum krever i kompensasjon for å investere i et nytt prosjekt. Høyere risiko krever høyere avkastning. Avkastningskravet omtales ofte som kapitalkostnaden. Avkastningskravet er lik den forventede avkastningen av å investere i et sammenlignbart prosjekt med lik risiko. Det er vanlig å dele avkastningskravet i to deler: kompensasjon for å motta kontantstrømmen i fremtiden heller enn i dag (denne kompensasjonen settes lik den risikofrie renten) og kompensasjon for at den fremtidige kontantstrømmen er usikker (en risikopremie).

Bedriftens kapitalkostnad er en kombinasjon av bedriftens egenkapitalkostnad og gjeldskostnad. Egenkapitalkostnaden er avkastningen som egenkapitaleierne krever i kompensasjon for risikoen ved å investere i selskapet. Gjeldskostnaden, for eksempel renten på banklån, påvirkes av andre typer risiki som misligholdsrisiko. Har selskapet for høy gjeldsgrad, vil utlånsrenten øke for å kompensere for kredittrisikoen. Er en investering i tråd med foretakets eksisterende virksomhet, kan foretakets kapitalkostnad benyttes som diskonteringsrente i investeringslønnsomhetsberegning. Er investeringen innen en annen type virksomhet, må en annen diskonteringsrente benyttes. Dermed kan avkastningskravet være forskjellig fra bedriftens kapitalkostnad.

For å beregne om en investering er lønnsom er det vanlig å estimere nåverdien av prosjektet. Se mer om investeringsbeslutninger i boks 1. Styringsrenten er en viktig del av kapitalkostnaden både via utlånsrenten og den risikofrie renten som anvendes i beregningen av egenkapitalkostnaden.

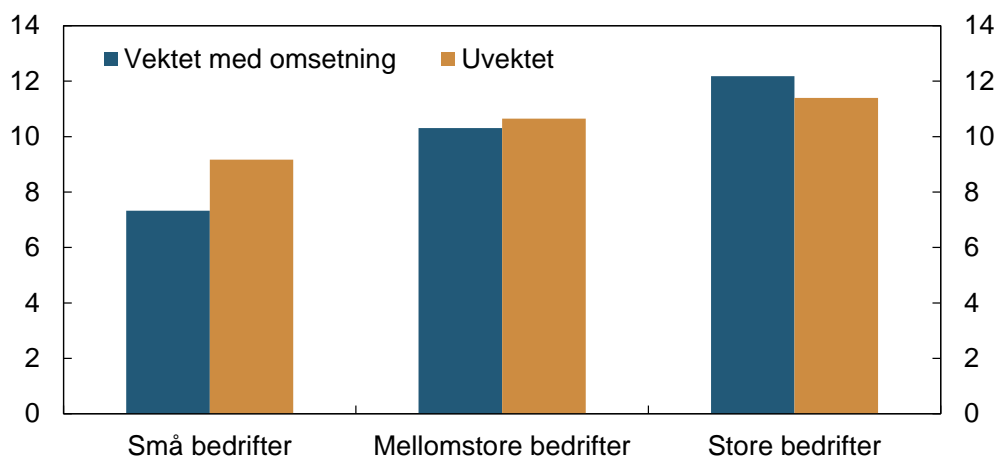
I underkant av 20 prosent av respondentene oppgir at de anvender avkastningskrav i investeringsbeslutningene. Vekter vi respondentene etter omsetning er andelen i underkant av 50 prosent. Gjennomsnittlig avkastningskrav er mellom 11 og 12 prosent avhengig av vekting, se figur 3.4.1. Avkastningskravet varierer mellom næringer. Bygg og anlegg er næringen med høyest avkastningskrav. Store og mellomstore bedrifter har høyere avkastningskrav enn små bedrifter, se figur 3.4.2. Avkastningskravet blant bedriftene i Regionalt nettverk er på nivå med det som er funnet i amerikanske og engelske undersøkelser (Saleheen 2017 og Jagannathan, Meier og Tarhan 2011).

Figur 3.4.1: Bedriftenes avkastningskrav til investeringer. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.4.2: Bedriftenes avkastningskrav til investeringer etter bedriftsstørrelse. Prosent



Kilde: Norges Bank

Siden tidlig 2000-tall har styringsrenten falt til historisk lavt nivå, se figur 3.4.3. Bankenes utlånsrenter til foretak har i stor grad fulgt etter. For å få et bedre estimat på bedriftenes faktiske kapitalkostnader har vi beregnet vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC).¹⁰ Gjennomsnittlig kostnad av finansiering har ikke falt like mye som kostnaden på banklån. Egenkapitalandelen¹¹ har steget siden finanskrisen og bidrar isolert sett til å trekke opp gjennomsnittlig kapitalkostnad. Samtidig har egenkapitalkostnaden falt litt mindre enn

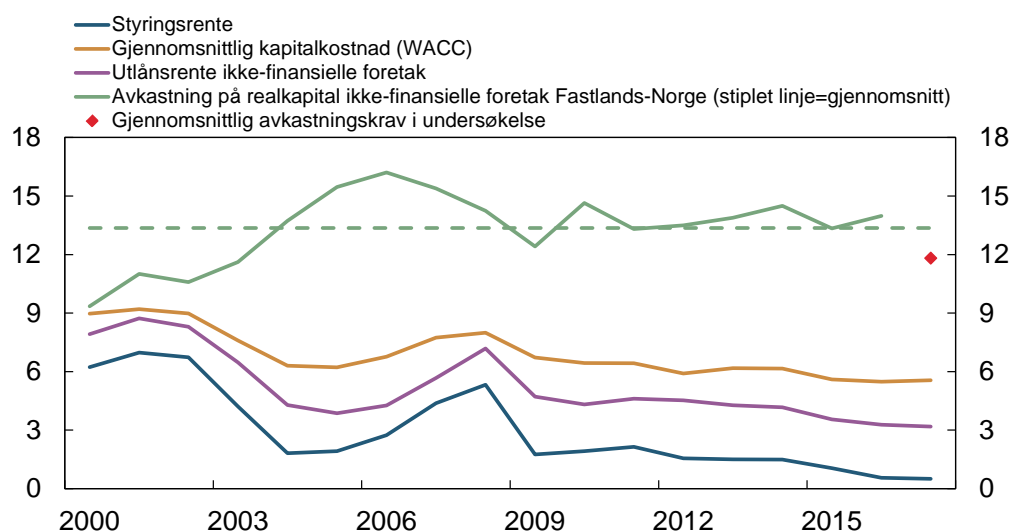
¹⁰ Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC) er beregnet kapitalkostnad ved bruk av egenkapital og banklån i norske foretak. Egenkapitalkostnaden/egenkapitalavkastningen er gitt ved CAPM-modellen, $r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$. r_f : risikofri rente, i dette tilfellet 5-års statsobligasjon. $(r_m - r_f)$: markedsrisikopremien, hvor r_m er hovedindeksen på Oslo børs. Markedsrisikopremien er estimert til rundt 7 prosent. Det er noe høyere enn PWC (2016) finner i sin undersøkelse. β er estimert til 1,15 ved en enkel regresjon. Venstresidevariabelen er en beregnet indeks hvor vi har brukt hovedindeksen på Oslo Børs og tatt ut finans og energi. Til avkastningen på gjelden er det anvendt gjennomsnittlig utlånsrente til ikke-finansielle foretak. Egenkapitalandelen til ikke-finansielle aksjeselskaper i Fastlands-Norge er anvendt for å vekte mellom bruk av egenkapital og gjeld. Beregningen er ment som en illustrasjon, og det er betydelig usikkerhet knyttet til estimatene.

¹¹ Egenkapitalandelen til ikke-finansielle aksjeselskaper i Fastlands-Norge.

utlånsrentene. De siste årene har gjennomsnittlig kapitalkostnad for norske fastlandsforetak vært rundt 6 prosent.

Nasjonalregnskapstall viser at gjennomsnittlig avkastning på realkapital, gitt ved driftsresultat over kapitalbeholdning, i ikke-finansielle foretak i Fastlands-Norge har vært markert høyere enn de ulike målene på finansieringskostnadene, se figur 3.4.3. Det tyder på at det kan finnes flere lønnsomme investeringer i økonomien. Ifølge økonomisk teori skal en profittmaksimerende bedrift investere inntil forventet marginalavkastning på kapital er lik marginal finansieringskostnad. Dersom marginalavkastningen er ganske lik gjennomsnittlig avkastning og nye investeringer har om lag samme avkastning som eksisterende kapital, kan det tyde på at investeringene har vært for lave. På den annen side kan det være at gjennomsnittlig avkastning ikke har vært et godt mål på forventet avkastning som følge av den svake økonomiske utviklingen som har vært i mange land de siste årene, se Bank of England (2016).

Figur 3.4.3: Avkastning på kapital, kapitalkostnad og renter. Prosent. 2000-2017¹²

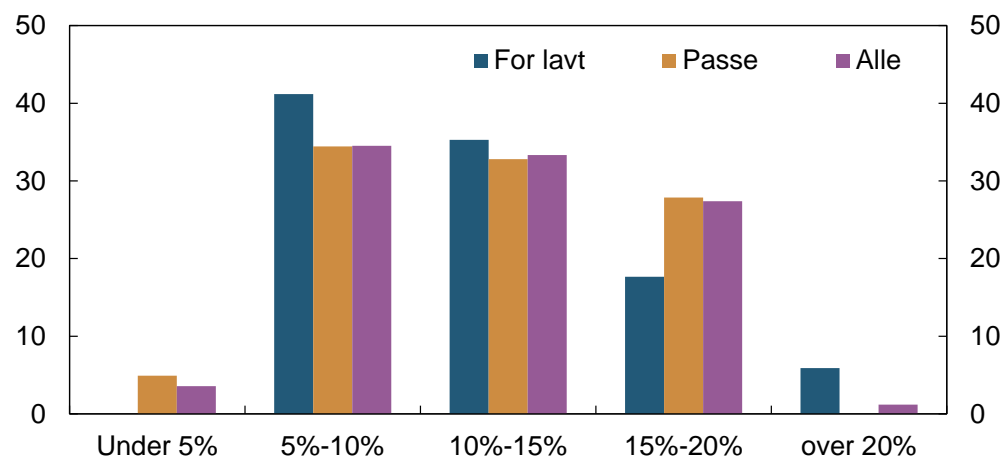


Kilder: Statistisk sentralbyrå, Bloomberg og Norges Bank

Selv om rapporterte avkastningskrav ser ut til å være en god del høyere enn kapitalkostnadene rapporterer kun to av ti bedrifter høye avkastningskrav som et hinder for investeringer. Av bedriftene som rapporterer om for lite investeringer de siste fem årene har nesten 40 prosent et avkastningskrav på kun mellom 5 og 10 prosent, mens resten har avkastningskrav på over 10 prosent. Blant bedriftene som mener de har investert tilstrekkelig rapporterer rundt 60 prosent om et avkastningskrav på over 10 prosent, se 3.4.4.

¹²2017-tallene er basert på observasjoner for 1.-3.kvartal.

Figur 3.4.4: Bedriftenes avkastningskrav etter ønsket investeringsnivå. Uvektet. Prosent



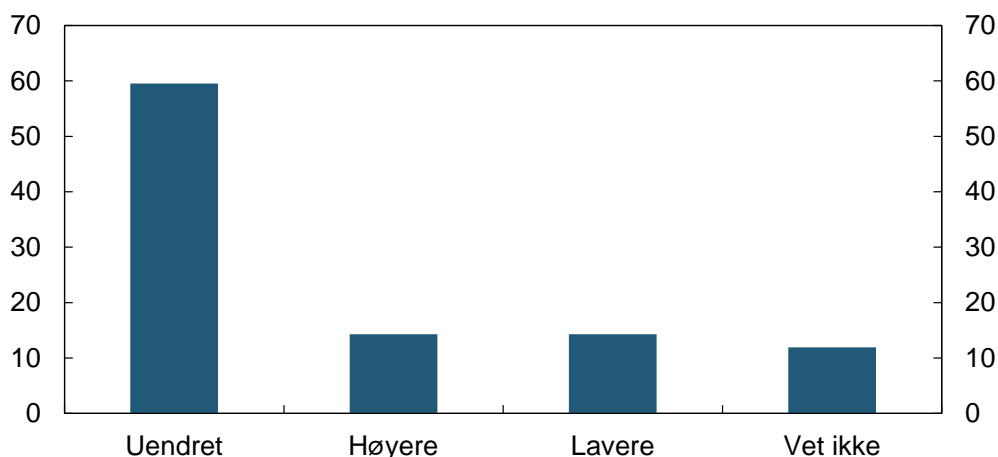
Kilde: Norges Bank

Lav rente og reduserte finansieringskostnader skulle tilsi at avkastningskravet på norske fastlandsinvesteringer burde ha falt de siste årene. 60 prosent av bedriftene med avkastningskrav melder imidlertid at de ikke har endret avkastningskravet siden finanskrisen, se figur 3.4.5. De fleste oppgir at avkastningskravet ikke er endret fordi det inngår som en langsiktig strategi fra styret, og derfor endres sjeldent.¹³ Det er ingen av bedriftene som har rapportert at avkastningskravet har blitt holdt oppe av høyere risikopremier som følge av større økonomisk usikkerhet. På den annen side kan styrets strategi om å opprettholde avkastningskravet kanskje tolkes som økning i risikopremien. 14 prosent av bedriftene med avkastningskrav har økt avkastningskravet de siste årene. Flesteparten av bedriftene oppgir at det skyldes utviklingen i bransjen eller endret usikkerhet knyttet til makrobildet. Andelen bedrifter som har redusert avkastningskravet er 14 prosent. Av disse svarer nærmere halvparten at det skyldes endret utlånsrente.¹⁴

¹³ Spørsmålet ble lagt til som et tilleggsspørsmål i andre runde av undersøkelsen.

¹⁴ Merk at dette gir et relativt lite utvalg og at resultatene må tolkes med varsomhet.

Figur 3.4.5: Andelen bedrifter som har endret eller har uendret avkastningskrav etter finanskrisen. Uvektet. Prosent



Kilde: Norges Bank

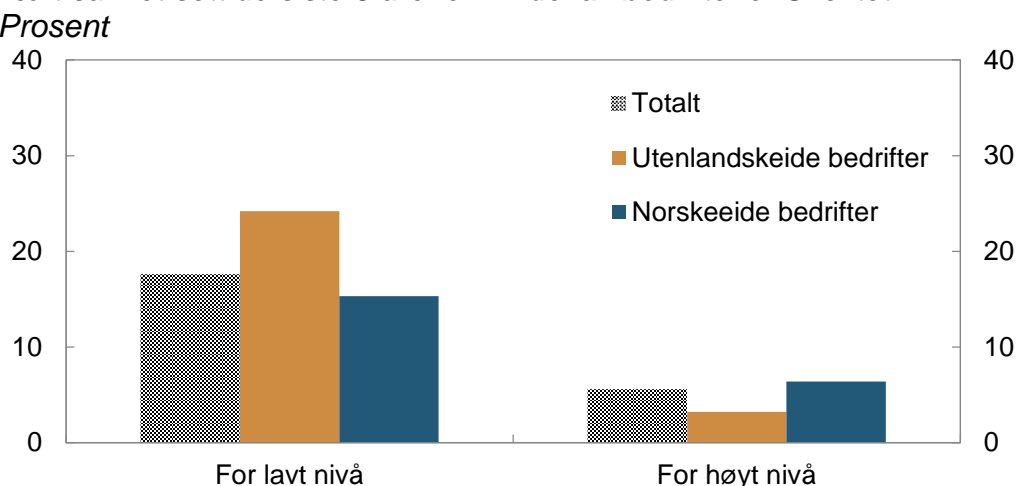
3.5 Effekten av utenlandsk eierskap

Det har vært en oppfatning fra tidligere runder i Regionalt nettverk at investeringer i utenlandskkontrollerte bedrifter har blitt begrenset av manglende bevilgning av finansiering fra morselskapet. Undersøkelsen indikerer at bedrifter med utenlandsk eierskap i noe større grad enn norskeide bedrifter opplever at investeringsnivået har vært for lavt den siste femårsperioden.

Om lag én av fire bedrifter i utvalget eies av utenlandske morselskap, hvorav majoriteten er store bedrifter. Dette er i tråd med innslaget av utenlandskkontrollerte store selskap i Fastlands-Norge.¹⁵ 24 prosent av utenlandskeide bedrifter i utvalget anser investeringsnivået til å ha vært for lavt, mens andelen kun er 15 prosent for norskeide selskap.

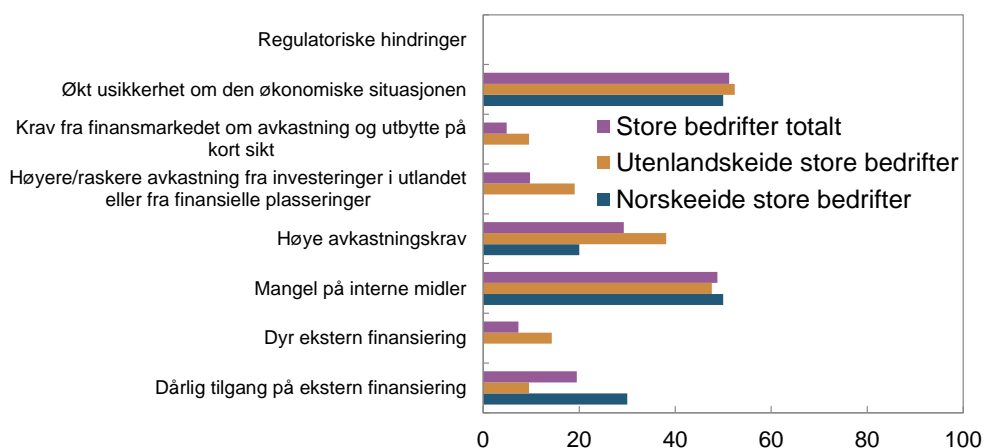
¹⁵ Foretak med over 100 ansatte i næringene som inngår i utvalget. Se statistikk for utenlandskkontrollerte foretak hos Statistisk sentralbyrå.

Figur 3.5.1: I forhold til bedriftens behov, hvordan har investeringsnivået vært samlet sett de siste 5 årene? Andel av bedriftene. Uvektet. Prosent



Kilde: Norges Bank

Figur 3.5.2: Hvis for lavt investeringsnivå – hva har vært de største investeringshindrene? Kun for store bedrifter. Uvektet. Prosent



Kilde: Norges Bank

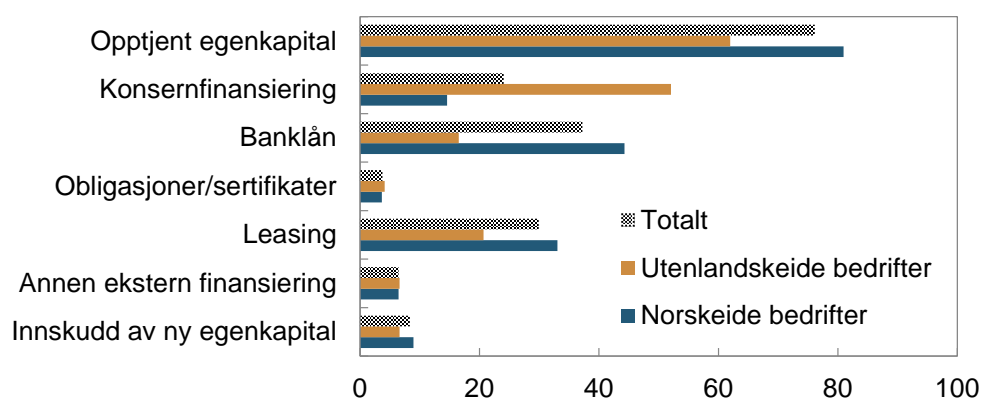
Økt realøkonomisk usikkerhet og mangel på interne midler er viktige investeringshindre for både norskeide og utenlandskeide bedrifter, men flere utenlandskeide bedrifter opplever at investeringene begrenses av at krav til inntjening er vanskelig å oppfylle, se figur 3.5.2.¹⁶ Relativt flere svarer at avkastningskravene er høye¹⁷, at krav om kortsiktig avkastning er viktigere enn økte investeringer eller at det finnes bedre avkastningsmuligheter andre steder, som i utlandet eller i finansielle plasseringer. I tillegg er alle bedrifter som opplever at dyr ekstern finansiering begrenser investeringene utenlandskeide.

¹⁶ Siden fordelingen mellom små, store og mellomstore bedrifter er forskjellig for norskeide og utenlandskeide bedrifter ser vi her kun på store bedrifter. Merk at dette gir et relativt lite utvalg og at resultatene må tolkes med varsomhet.

¹⁷ I gjennomsnitt oppgir utenlandskeide selskap 1,2 prosentpoeng høyere avkastningskrav enn norskeide selskap.

Det er særlig utenlandskeide bedrifter som finansierer investeringer ved bruk av konsernfinansiering, se figur 3.5.3. Blant utenlandskeide bedrifter som har underinvestert de siste fem årene er konsernfinansiering mer vanlig enn for bedriftene som har hatt passe eller for høye investeringer. De utenlandskeide bedriftene har i mindre grad benyttet seg av banklån og leasing sammenlignet med norskeide bedrifter.

Figur 3.5.3: Over de siste 5 årene, hvordan har bedriftens investeringer vært finansiert? Uvektet. Prosent



Kilde: Norges Bank

Resultatene underbygger oppfatningen fra tidligere runder i Regionalt nettverk og indikerer at utenlandskkontrollerte bedrifter i større grad ønsker at investeringene hadde vært høyere og at investeringene i større grad avhenger av bevilget finansiering fra morselskap. Dette kan bety at investeringene i slike bedrifter i større grad avhenger av den økonomiske situasjonen ute og i mindre grad av særnorsk konjunkturutvikling og finansieringsforhold.

4. Konklusjon

Basert på denne undersøkelsen ser det ut til at veksten i investeringene de siste fem årene har vært i tråd med de underliggende økonomiske drivkreftene. Over 75 prosent av bedriftene i vårt utvalg vurderer investeringsnivået i perioden som passende gitt bedriftens behov.

Rundt én av fem bedrifter vurderer investeringsnivået de siste fem årene som for lavt, først og fremst som følge av økt usikkerhet om den økonomiske situasjonen og manglende tilgang på intern finansiering. Mangel på intern finansiering kan følge av dårlig lønnsomhet i bedriften. En stor del av bedriftene som mener de har underinvestert i perioden er utenlandskeide. For et flertall av disse bedriftene er konsernmidler den viktigste finansieringskilden. Det kan synes som at norsk

konjunkturutvikling er mindre viktig for prioriteringene i utenlandske konsern.

Interne midler er den viktigste finansieringskilden for bedriftene i vår undersøkelse. I tillegg benytter rundt 40 prosent av bedriftene banklån for å finansiere investeringene. Få bedrifter oppgir tilgang på ekstern kapital som et hinder for investeringene. Det synes dermed som at finansmarkedene i Norge er velfungerende.

Gjennomsnittlig avkastningskrav hos våre respondenter er på rundt 12 prosent. Over halvparten av virksomhetene med avkastningskrav har hatt uendret avkastningskrav siden finanskrisen. Avkastningskravet kan virke noe høyt ettersom renten har falt til et historisk lavt nivå og utlånsrenten til foretak i dag ligger på rundt 3 prosent. Gjennomsnittlig kapitalkostnad har falt litt mindre enn utlånsrenten og er på rundt 6 prosent. Nasjonalregnskapstall viser at gjennomsnittlig avkastning på realkapital har vært markert høyere enn de ulike målene på finansieringskostnadene. Samtidig finner vi at en tredjedel av bedriftene i utvalget benytter tommelfingerregler i investeringsbeslutningene, heller enn økonomiske lønnsomhetsanalyser hvor renten inngår direkte.

Utbredt bruk av tommelfingerregler og høye, uendrede avkastningskrav gjør at den direkte effekten av renten på investeringsbeslutningen gjennom innvirkningen på kapitalkostnadene, ser ut til å være noe mindre enn hva teoretiske sammenhenger skulle tilsi. At store deler av investeringene finansieres med egenkapital, og at egenkapitalandelen har vært økende, kan også ha redusert rentens gjennomslag til kapitalkostnadene.

Vi finner ingen tegn til at den indirekte effekten av renten via etterspørselskanalen ikke er viktig for foretaksinvesteringene. Ekspansiv pengepolitikk har trolig bidratt til å holde foretaksinvesteringene oppe gjennom perioden. Høyere etterspørsel, bedre lønnsomhet og redusert usikkerhet fremover vil trolig bidra til å øke foretaksinvesteringene.

Undersøkelsen kan ikke gi svar på om foretaksinvesteringenes renterespons er endret de siste årene, da vi ikke har tilsvarende observasjoner fra tidligere perioder å sammenligne med.

Referanser

- Andersen H., M.A. Walle. "Hva forklarer utviklingen i foretaksinvesteringene?" *Staff Memo 2/2015*, 2015.
- Banerjee, R., J. Kearns og M.J. Lombardi. "(Why) Is investment weak?" *BIS Quarterly Review*, March 2015: 67-82.
- Bank of England. "Understanding and measuring finance for productive investment." *Discussion paper*, 2016.
- Barkbu, B., P. Berkmen, P. Lukyantsau, S. Saksonovs og H. Schoelermann. "Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak?" *IMF Working Paper, WP/15/32*, 2015.
- European Investment Bank. *EIB Group Survey in Investment and Investment Finance 2016 - EU Overview*. EIB, 2016.
- IMF. *World Economic Outlook*, April 2015.
- Jagannathan, R., I. Meier og V. Tarhan. "The cross-section of hurdle rates for capital budgeting: An empirical analysis of survey data." *NBER Working Paper 16770*, 2011.
- Lane, Kevin, and Tom Rosewall. "Firms' Investment Decisions and Interest Rates." *Bulletin* (Reserve Bank of Australia), June 2015: 1-7.
- Lewis, C., N. Pain, J. Strasky og F. Menkyna. "Investment Gaps after the Crisis." *OECD Economic Department Working Paper No. 1168*, 2014.
- Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf. "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have." *Journal of Financial Economics* 13 (1984): 187-221.
- Nærings- og handelsdepartementet. *Små bedrifter - store verdier. Regjeringens strategi for små og mellomstore bedrifter*. Oslo: Nærings- og handelsdepartementet, 2012.
- Næringslivets Hovedorganisasjon. "Økonomisk Overblikk. Utsikter for 2017 - 2019." (Næringslivets Hovedorganisasjon) 2 (2017).
- PwC. *Risikopremien i det norske markedet 2016*. Oslo: Norske Finansanalytikeres Forening, 2016.
- Saleheen, J., I. Levina, M. Melolinn og S. Tatomir. "The Financial System and Productive Investment: new survey evidence." *Bank of England Quarterly Bulletin 2017 Q1*, 2017.
- Stein, J. "Agency, information and corporate investment." In *Handbook of the Economics of Finance*, by M. Harris og R.M. Stultz G. Constantinides. Amsterdam: Elsevier, 2003.
- Sveriges Riksbank. *Strong domestic demand, but difficult to raise prices*. Sveriges Riksbank, 2016.

Vedlegg: Spørreskjema Spesialtema runde 4 2017 – Investeringsbeslutninger

NORGES BANK
AKTUELL KOMMENTAR
NR. 10 | 2017

HVA BESTEMMER
BEDRIFTENES
INVESTERINGSBESLUTNING?

Spesialtema runde 4 2017 – Investeringsbeslutninger¹

Bedrift:	
Næring:	
Omsetning i 2016:	Kr
Antall ansatte:	
Gjennomsnittlig årlig investeringsnivå over de siste 5-10 år:	Kr
Er bedriftens morselskap/eiere utenlandske?	<input type="checkbox"/> Ja <input type="checkbox"/> Nei

1. I forhold til bedriftens behov, hvordan har investeringsnivået vært samlet sett de siste 5 årene?

- For lavt investeringsnivå (gå til spørsmål 1a)
- For høyt investeringsnivå (gå til spørsmål 1b)
- Passende investeringsnivå (gå til spørsmål 2)

1a. Hvis for lavt investeringsnivå

Hva har vært de største investeringshindrene?

(flere kryss mulig)

- Dårlig tilgang på ekstern finansiering
- Dyr ekstern finansiering
- Mangel på interne midler (på bedrift- og/eller konsernnivå)
- Høye avkastningskrav
- Høyere/raskere avkastning fra investeringer i utlandet eller fra finansielle plasseringer (inkl M&A)
- Krav fra finansmarkedet om avkastning og utbytte på kort sikt
- Økt usikkerhet om den økonomiske situasjonen
- Regulatoriske hindringer

1b. Hvis for høyt investeringsnivå

Hva har vært hovedårsakene til overinvestering?

(flere kryss mulig)

- God tilgang på ekstern finansiering
- Rimelig ekstern finansiering
- God tilgang på interne midler (på bedrift- og/eller konsernnivå)
- Lave avkastningskrav
- Lavere/mer langsiktig avkastning fra investeringer i utlandet eller fra finansielle plasseringer (inkl M&A)
- Krav fra finansmarkedet om avkastning på lang sikt
- Mindre usikkerhet om den økonomiske situasjonen
- Reguleringer har pålagt investeringer

2. Hvilke kriterier vektlegges i bedriftens investeringsbeslutninger? (flere kryss mulig)

- 1. Har et fast avkastningskrav (krav til minimum forventet total avkastning)
- 2. Har et relativt avkastningskrav (krav til minimum margin over finansieringskostnader)
- 3. Positiv netto nåverdi
- 4. Krav til tilbakebetalingsperiode
- 5. Bestemt frekvens for utskiftning av maskiner/utstyr/teknologi
- 6. Avkastning på investeringer i tråd med bransjestandard
- 7. Annet:.....

2a. Hvilket kriterium er viktigst? (velg kun ett)

Kriterium nr.:.....

¹ Investeringer er her definert som vedlikehold og kjøp av ny fast eller immateriell realkapital til virksomheten i Norge. Kjøp av tomter og eksisterende bygg, samt oppkjøp av andre selskaper etc. regnes ikke som investeringer i denne sammenheng.

3. Hvis bedriften/konsernet har et gitt avkastningskrav for investeringer, hva er det?

.....%

- Vet ikke (gå til spørsmål 4)
- Bedriften har ikke et fast avkastningskrav for investeringer (gå til spørsmål 4)

3a. Er avkastningskravet endret siden finanskrisen?

- Nei, uendret avkastningskrav (gå til spørsmål 3b)
- Ja, høyere avkastningskrav (gå til spørsmål 3c)
- Ja, lavere avkastningskrav (gå til spørsmål 3c)
- Vet ikke (gå til spørsmål 4)

3b. Hvis NEI, hvorfor er ikke avkastningskravet endret? (flere kryss mulig)

- Usikkerhet rundt den økonomiske utviklingen gjør at lavere rente kompenseres med høyere risikopremie
- Det nåværende rentenivået ses ikke på som et normalnivå
- Nivået på avkastningskravet er av underordnet betydning i forhold til andre beslutningsfaktorer
- Avkastningskravet er en langsiktig strategi fra styret og endres derfor sjeldent
- Kapitalkostnaden er lite endret gjennom perioden
- Annet:.....

3c. Hvis JA, hvorfor ble avkastningskravet endret? (flere kryss mulig)

- Endringer i utlånsrenter
- Endret usikkerhet knyttet til makrobildet
- Endret usikkerhet knyttet til utviklingen i bransjen
- Endringer for å tilpasse seg bransjestandard
- Annet

4. Over de siste 5 årene, hvordan har bedriftens investeringer vært finansiert? (flere kryss mulig)

- 1. Opptjent egenkapital
- 2. Innskudd av ny egenkapital
- 3. Konsernfinansiering
- 4. Banklån
- 5. Obligasjoner/sertifikater
- 6. Leasing
- 7. Annen ekstern finansiering

4a. Hvilken finansieringskilde har vært mest brukt? (velg kun én)

Finansieringskilde nr.:.....