



Norwegian  
Business School

Denne filen er hentet fra Handelshøyskolen BIs åpne institusjonelle arkiv BI Open <https://biopen.bi.no>.

Den inneholder akseptert og fagfellevurdert versjon av kapitlet sitert under. Den kan inneholde små forskjeller fra den publisert versjonen i boken.

Langli, J. C. (2020). *Empiriske egenskaper ved finansielle nøkkeltall*. I Birkeland, K., & Stenheim, T. (red.). *Finansiell og ikke-finansiell rapportering: - Trender og utvikling: Festskrift til Hans Robert Schwencke* (1. utg. s. 295-320). Gyldendal.

# 1 Empiriske egenskaper ved finansielle nøkkeltall

av

John Christian Langli

*Analyser av foretaks finansielle stilling og inntjening skjer som regel ved hjelp av finansielle nøkkeltall som tallfester lønnsomhet, likviditet og soliditet. I denne artikkelen viser jeg først hvordan noen nøkkeltall i hver av disse tre kategoriene, beregnet på grunnlag av årsregnskapene til norske aksjeselskaper (dvs. ikke børsnoterte foretak), utvikler seg over tid. Jeg viser at mål på lønnsomhet (total- og egenkapitalrentabiliteten) og soliditet (målt ved leverage, som er forholdet mellom sum eiendeler og sum egenkapital) går mot gjennomsnittsverdiene for økonomien som helhet. Det er som forventet siden det finnes teorier for avkastningskrav og optimal kapitalstruktur, og konkurransen vil drive forholdstallene mot de teoretiske verdiene. Forholdstall som mangler et teoretisk fundament for hvor optimum er (som likviditetsgrad 1 og total kapitalens omløpshastighet), viser ikke samme tendens til å gå mot gjennomsnittet. Bransjeforskjeller er det andre hovedtemaet i artikkelen. Det er mange eksempler på at normtall for hva som skal til for at lønnsomheten eller likviditeten er tilfredsstillende eller god, blir fastsatt uten å ta hensyn til bransjeforskjeller. Det best kjente kravet er at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2, et krav som ble fastsatt for over 100 år siden. Jeg dokumenterer store bransjeforskjeller i gjennomsnittsverdier og medianverdier for nøkkeltallene, og viser at generelle krav til hva normtall bør være, kan være lite relevante.*

## 1.1 Innledning

Finansregnskapet skal gi nyttig og relevant informasjon om foretaks finansielle stilling, inntjening og kontantstrømmer, og informasjonen er tiltenkt regnskapsbrukere som ikke kan kreve at foretak gir dem særlig tilpasset informasjon (Norsk Regnskapsstiftelse 2014, punkt 2.2). Regnskapslovgivningen fastslår hva slags informasjon som skal gis. De to viktigste regnskapsrapportene er resultatregnskapet og balansen. Disse kan for eksempel vise at salgsinntektene er 45 millioner kroner, årsresultatet 1,7 millioner kroner og egenkapitalen 8 millioner kroner. Siden foretak må presentere fjorårets tall ved siden av årets tall, er det enkelt å se om beløpene er høyere eller lavere enn i fjor. Utover å observere om tallene er blitt høyere eller lavere, kan det være krevende å si noe om hvor godt foretaket egentlig gjør det fordi vi mangler referansepunkter – vi trenger noe å sammenlikne tallene med.

Når sammenlikningsgrunnlaget er inntjening og finansiell stilling hos andre foretak, bruker vi finansielle nøkkeltall. Finansielle nøkkeltallene (heretter kun nøkkeltall) har kronebeløp i telleren og nevneren. Avhengig av hvilke regnskapsvariabler som benyttes i teller og nevner, kan vi for eksempel beregne likviditetsgrad 1 (= omløpsmidler / kortsiktig gjeld), egenkapitalandelen (= egenkapital / total kapital) eller rentabilitet på total kapitalen ( $TKR = ((\text{ordinært resultat før skatt} + \text{renter}) \times 100) / \text{gjennomsnittlig total kapital}$ ). Fordelen med nøkkeltall er at regnskapstallene blir relative – de skaleres, slik at det blir enkelt å sammenlikne inntjening og finansiell stilling hos ulike foretak og over tid. Hvis for eksempel TKR er 8 % hos A og 12 % hos B, er det lett å se at B oppnår høyest avkastning på eiendelene enn A. Hvorvidt A er å foretrekke fremfor B, er imidlertid et annet spørsmål. Avkastning og risiko henger sammen, og det er forskjeller mellom bransjer og foretak. Skal man avgjøre om A eller B gjør det best, må man derfor analysere foretakene. Først hvis foretakene er

sammenliknbare, f. eks. er i samme bransje og om lag av samme størrelse, kan man si at B gjør det bedre enn A.<sup>1</sup>

I litteraturen er det en rekke eksempler som viser at regnskapsinformasjon, og nøkkeltall beregnet på grunnlag av regnskapsinformasjon, gir relevant og fremtidsrettet informasjon. Beaver (1966) og Altman (1968) er kanskje de som er mest kjent for å være tidlig ute med å vise at nøkkeltall kan brukes til å predikere finansielle problemer, men nøkkeltall ble tatt i bruk rundt 1890 (Horrigan 1968). Det var imidlertid først med Beaver (1966) og Altman (1968) at relevansen av nøkkeltall ble dokumentert ved hjelp av vitenskapelige metoder. Senere er det gjennomført mange likende studier og med bruk av forskjellige metoder (Alaka, Oyedele, Owolabi, Kumar, Ajayi, Akinada og Bilal 2018, Bellovary, Giacomino og Akers 2007). Å analysere relevansen av regnskapsinformasjon ved å koble regnskapsinformasjon til aksjekurser er også blitt et stort forskningstema, etter som data er blitt tilgjengelig. Det fremgår tydelig av Kothari og Wasley's (2019) oversikt over den empiriske, kapitalmarkedsorienterte regnskapsforskningen som har blitt publisert siden Ball og Browns (1968) banebrytende artikkel om sammenhengen mellom årsresultatet og aksjekursene.

I denne artikkelen skal jeg illustrere noen empiriske egenskaper ved nøkkeltall som er det kan være nyttige å ta i betraktning når man skal vurdere hvor godt et foretak gjør det. Og i motsetning til den kapitalmarkedsorienterte forskningslitteraturen, som svært ofte bruker data for børsnoterte foretak i USA, illustrerer jeg egenskapene ved hjelp av tall fra årsregnskapene til norske aksjeselskaper (heretter AS). For norske regnskapsbrukere er det nyttig, siden nøkkeltallene viser hva som er typisk for norske AS. Jeg skal ta for meg to spørsmål: Hvordan foretakenes nøkkeltall utvikler seg over tid (i kap. 1.2) Og, om det er store forskjeller i nøkkeltall mellom foretak i forskjellige bransjer (i kap. 1.3). Jeg fokuserer på nøkkeltall som er lett tilgjengelig, dvs. nøkkeltall som enten oppgis hos tilbydere av regnskapsinformasjon (f. eks. proff.no og purehelp.no), eller som lett kan beregnes med utgangspunkt i regnskapsoppstillingene de viser.<sup>2</sup>

Det første spørsmålet er relevant fordi svaret vil si noe om hvordan vi kan forvente at nøkkeltall vil utvikle seg i neste periode. Hvis nøkkeltall er høyt i inneværende periode, kan vi forvente at det vil holde seg høyt, eller vil det reduseres? Det andre spørsmålet er relevant fordi det viser om det er nødvendig å ta hensyn til bransjer når man skal vurdere hvor godt foretak gjør det. Ser vi for eksempel på hvordan Proff ([www.proff.no](http://www.proff.no)) omtaler hva som er gode eller dårlige nøkkeltall, er det lite som tyder på bransjetilhørighet har betydning (det samme er tilfelle når vi ser på norske lærebøker i regnskap, noe jeg kommer tilbake til). Om total kapitalrentabiliteten skriver for eksempel Proff i gratisversjonen som er tilgjengelig for alle, at:

---

<sup>1</sup> Avkastning og risiko henger sammen. Risikoen til B kan være mye høyere enn hos A, slik at aksjonærene i B kan ha et avkastningskrav på 15 % mens aksjonærene i A kan ha et avkastningskrav på 6 %. Med disse tallene vil A være å foretrekke, selv om den regnskapsmessige avkastningen målt ved TKR er lavere.

<sup>2</sup> Denne avgrensningen gjør at jeg ikke diskuterer fordelene med å reformulere regnskapsoppstillingene før nøkkeltall beregnes, slik at det skilles mellom operasjonelle aktiviteter og finansielle aktiviteter. Skal man skille ut finansieringsaktivitetene, slik at man f. eks. kan beregne avkastning på kapital knyttet til hovedaktivitetene (Return on Invested Capital), må vurderingene gjøres for hvert foretak siden skillet «... depends on the business model and the characteristics of the firms. Items that are sometimes categorised as belonging to «operations» may at other times be classified as belonging to «financing» (Petersen, Plenborg og Kinserdal, 2017: 108).

«Totalkapitalrentabiliteten i et foretak er et mål på avkastningen på selve eiendelene. Et viktig nøkkeltall ved lønnsomhetsberegning. Et rimelig nivå er 10 - 15%, men bør ligge over det selskapet betaler for sine lån.»<sup>3</sup>

Går man inn på abonnementsversjonen til Proff, får man vurderinger av hva ulike nivåer på nøkkeltall signaliserer. Proff skriver for eksempel følgende om likviditetsgrad 1 i betalingsversjonen<sup>4</sup>:

**Kommentar:**

Det er et mål på hvor mye kortsiktige midler foretaket har i forhold til forpliktelsene selskapet har på samme tidshorisont.

Kortsiktig gjeld er forpliktelser som forfaller innen ett år, mens omløpsmidler er midler i foretaket som kan likvideres innen ett år.

| Ikke tilfredsst. | Svak     | Tilfredsst. | God   | Meget god |
|------------------|----------|-------------|-------|-----------|
| < 0,5            | 0,5-0,99 | 1-1,49      | 1,5-2 | > 2       |

Det er gis ingen informasjon om eventuelle bransjeforskjeller. Hvis bransjeforskjeller ikke er viktig, er det uproblematisk å se bort fra dem. Men det virker rimelig å tro at bransjeforskjeller eksisterer, siden det er systematiske forskjeller i forretningsmodellen, sammensetningen av omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden mellom for eksempel frisører, regnskapsførere, tannleger, leketøysbutikker og møbelprodusenter.

I tabellene og grafene nedenfor er datagrunnlaget årsregnskapet til norske AS med driftsinntekter eller sum eiendeler over 1 millioner kroner i årene 1994-2018. Utvalgsperioden angis i figurer og tabeller. Dataene er levert av Experian AS.

## 1.2 Tilbake til gjennomsnittet

### 1.2.1 Rentabiliteten på total kapitalen

Nobelprisvinner i økonomi, George J. Stigler er kjent for blant annet følgende sitat fra 1963 (p. 54):

“There is no more important proposition in economic theory than that, under competition, the rate of return on investment tends toward equality in all industries.”

Årsaken er at hvis den risikjusterte avkastningen i en bransje er høyere enn i andre, vil det virke som en magnet. Flere vil ønske å få en del av den høye avkastningen, og kapital og ressurser blir flyttet over til bransjen. Det øker konkurransen, og med økt konkurranse vil avkastningen gå ned fordi aktørene konkurrerer på pris. Etter hvert vil konkurransen ha fjernet den unormalt høye avkastningen, og avkastningen blir liggende på likevektsnivået for økonomien som helhet. I bransjer hvor avkastningen er lavere enn den risikjusterte avkastningen, vil investorer selge seg ut, avvikle virksomheten eller foretaket vil gå konkurs. Dermed blir der færre igjen, konkurransen vil avta, og redusert konkurranse vil gi de gjenværende bedre muligheter til å øke prisene, slik at de tjener mer. Når vi snakker om nøkkeltall som måler foretaks inntjening, kan vi derfor forvente at foretak med

<sup>3</sup> <https://proff.no/nokkeltall/bergans/hokksund/kl%C3%A6r/IFVSQ3908XE/>, besøkt 4.6.2020. Forklaringen fremkommer ved å klikke på nøkkeltallet Totalrentabilitet.

<sup>4</sup> <https://www.forvalt.no/ForetaksIndex/Firma/Regnskapsanalyse/960400917>, besøkt 4.6.2020. Forklaringen fremkommer ved å klikke på forholdstallet Likviditetsgrad I.

høy/lav inntjening vil få lavere/høyere inntjening i neste periode – nøkkeltallet vil gå mot gjennomsnittet for økonomien som helhet.

Et vanlig mål på inntjening er totalkapitalens rentabilitet (TKR)<sup>5</sup>:

$$\text{TKR} = \text{Totalkapitalens rentabilitet} = \frac{(\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{rentekostnader}) \times 100}{(\text{Sum eiendeler IB} + \text{Sum eiendeler UB})/2}$$

Ordinært resultat før skatt + renter = årsresultatet + skattekostnaden + rentekostnadene.<sup>6</sup> Årsresultatet tilfaller eierne, skattekostnaden viser hva som må betales i skatt til myndighetene og rentekostnadene viser hva kreditorene skal ha i betaling for å ha lånt foretaket penger. Telleren viser følgelig antall kroner som skal fordeles på skattemyndighetene og de som har finansiert eiendelene. I nevneren brukes gjennomsnittet av sum eiendeler ved regnskapsperiodens start (IB = inngående balanse) og slutt (UB = utgående balanse). Gjennomsnittet brukes fordi vi antar at verdiskapingen har skjedd jevnt i løpet av året. TKR forteller dermed hvor høy avkastning foretaket genererer i prosent av alle eiendelene det rår over, uten at beregning påvirkes av hvordan foretaket har valgt å finansiere eiendelene (dvs. mye eller lite gjeld) eller dets skatteposisjonen. Det gjør at TKR er godt egnet til å sammenlikne inntjening mellom foretak og over tid.

Konkurransen vil føre til at TKR vil gå mot gjennomsnittet for økonomien som helhet. Figur 1 viser tydelig at det er en slik utvikling hos norske AS. Figuren viser hvordan TKR utvikler seg de neste ni årene når foretakene fordeles på 10 grupper i år 1, basert på deres TKR i år 1. Figuren er beregnet på følgende måte:

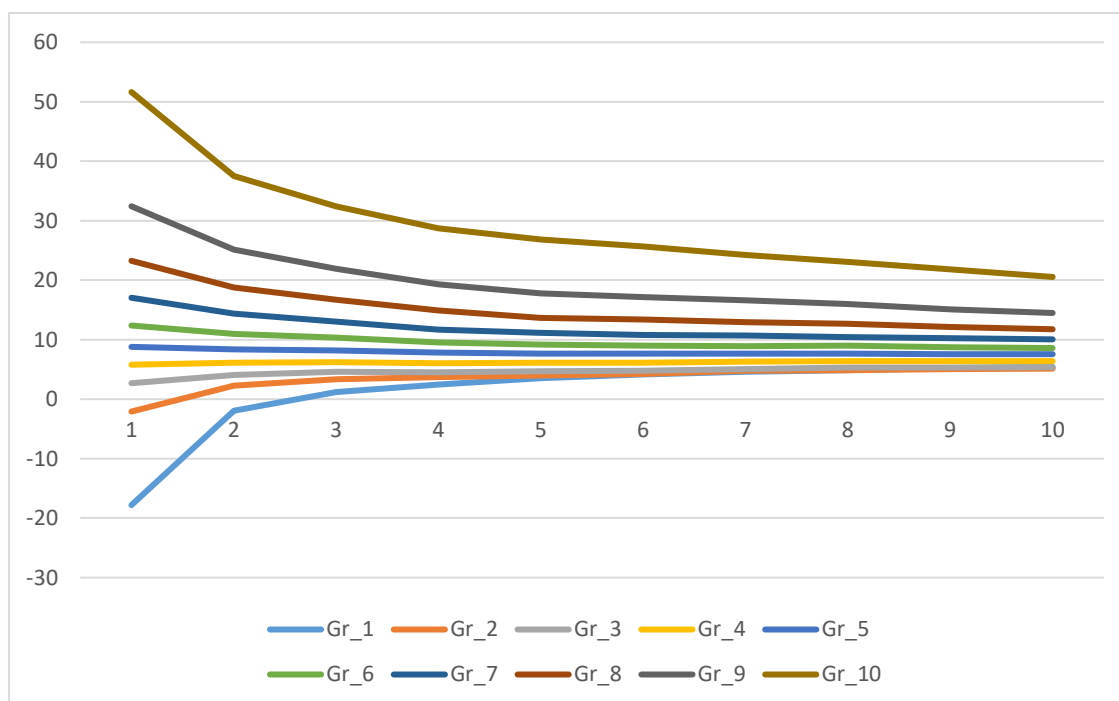
I 2005 beregnes TKR for alle AS med sum driftsinntekter og sum eiendeler over 1 millioner kroner (57 453 foretak). Deretter rangeres foretakene fra lav til høy TKR, dvs. ut fra stigende lønnsomhet. Ut fra denne rangeringen, blir foretakene delt inn i 10 grupper med like mange foretak i hver gruppe (ca 5 745 foretak i hver gruppe). I gruppe 1 (Gr\_1) finner vi de 10 prosent av foretakene som har lavest lønnsomhet, i gruppe 2 (Gr\_2) finner vi de neste 10 prosentene, og i gruppe 10 (Gr\_10) finner vi de 10 prosent av foretakene som har høyest lønnsomhet. For hver av de 10 gruppene, beregnes median<sup>7</sup> TKR i 2005 og de neste ni årene. For foretakene i gruppe 1 (og for alle de andre gruppene), får vi dermed beregnet hvordan lønnsomheten utvikler seg over en ti-års periode. For resultatene ikke skal avhenge av starttidspunktet i 2005, gjentas prosedyren med start i 2006, 2007, 2008 og 2009. Deretter regner jeg ut gjennomsnittlig median for hver gruppe på tvers av startårene.

---

<sup>5</sup> Det finnes andre mål, også, f. eks. avkastning på investert kapital og avkastning på hovedaktivitetene. Det er all grunn til å tro at effektene for slike forholdstall er de samme som for TKR. Avkastningen på egenkapitalen tas opp senere i artikkelen.

<sup>6</sup> Ekstraordinære poster brukes så sjeldent at jeg ser bort fra dem.

<sup>7</sup> Medianen er verdien som fremkommer når en tallserie rangeres for lav til høy og man ser på tallverdien til observasjonen i midten (50 % av observasjonene vil ha en tallverdi som er høyere enn medianen og 50 % av observasjonene har en tallverdi som er lavere enn medianen). Fordelen med medianen er at den ikke blir påvirket av ekstreme tallverdier. Gjennomsnittet av tallverdiene 8, 9, 10, 12 og 140 = 35,8 og medianen er 10. Er man interessert i å finne ut hva som er vanlig eller typisk, treffer medianen bedre enn gjennomsnittet siden det kun 1 av 5 tallverdier er høyere enn gjennomsnittet.



**Figur 1: Utviklingen i totalkapitalens rentabilitet (TKR).**

Note: Figuren viser hvordan totalkapitalens rentabilitet, TKR, (målt ved medianen) utvikler seg over tid, gitt nivået på foretakenes TKR i år t, t = 2005, 2006, 2007, 2008 og 2009. Gr\_1 består av de 10 prosent av foretakene som har lavest TKR i år t. Gr\_2 består av de 10 prosent neste foretakene som har lav lønnsomhet i år t. Gr\_10 består av de 10 prosent av foretakene som har høyest TKR i år t. I hver gruppe viser grafen hva medianen til TKR er for gruppen. Foretakenes gruppetilhørighet blir bestemt i år t, slik at grafen viser hvordan gruppens TKR utvikler seg de etterfølgende ni årene. Venstre akse viser TKR i prosent, mens horisontal akse viser antall år (år 1 er året hvor gruppene etableres).

I årene hvor porteføljene etableres (i år 1), er median TKR 52 prosent for foretakene i gruppe 10 (de med høyest lønnsomhet). Medianen hos de med lavest lønnsomhet, er -18 prosent. Etter hvert som årene går, avtar TKR for foretakene med høy lønnsomhet og den øker for foretakene med lav lønnsomhet. Etter 10 år er differansen i median TKR for foretakene med høyest lønnsomhet i år 1 fortsatt høyest, med median TKR er blitt redusert til 20 prosent. Etter 10 år har foretakene med dårligst lønnsomhet i år 1 samme lønnsomhet som foretakene i gruppe 2 og gruppe 3 (median TKR er mellom 5,1 og 5,4 prosent for foretakene i gruppe 1, 2 og 3). Det er interessant å observere at rangeringen i år 1 holder seg i nesten alle årene. Det er kun for porteføljene med lavest lønnsomhet at linjene krysser.<sup>8</sup>

Til tross for at TKR ikke inneholder noen korreksjon for at risikoen varierer mellom foretak og bransjer, er min vurdering at figur 1 tydelig viser at foretaks lønnsomhet går mot

<sup>8</sup> Fra år 1 til år 10 blir porteføljene redusert fordi foretak avvikles, går konkurs, fusjoneres med andre osv. For porteføljene som etableres i 2005, er den gjennomsnittlige reduksjonen i antall foretak i hver portefølje 38,7 prosent (med minimum på 32,4 prosent og maksimum på 60,9 prosent). Ikke uventet er avskallingen størst blant de med lavest lønnsomhet. I gruppe 1 og 2 er reduksjonen i antall foretak henholdsvis 60,9 og 45,7 prosent. For disse to gruppene er konkurs og avvikling sannsynligvis hovedforklaringen til reduksjonen. Tredjer høyest avskalling er det i gruppe 10 (de mest lønnsomme, hvor reduksjonen er 40,1 prosent) og her er sannsynligvis mens oppkjøp/fusjoner en sannsynlig årsak. Utviklingen som dokumenteres i grafene blir den samme om vi krever at gruppene skal ha like mange foretak i alle årene (dvs. at beregningene tar utgangspunkt i foretak som leverer regnskaper i minst 10 år).

gjennomsnittslønnsomheten i bransjen sett under ett. Når et foretak kan vise til unormalt høy (lav) TKR i et år, kan vi derfor forvente at TKR bli lavere (høyere) året etter.

### 1.2.2 Men ikke for resultatgraden og omløpshastigheten på total kapitalen

DuPont-modellen viser oss at TKR er en funksjon av to forholdstall<sup>9</sup>:

$$\begin{aligned} \text{TKR} &= \frac{(\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{rentekostnader}) \times 100}{\text{Driftsinntekter}} \times \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}} \\ &= \text{resultatgrad} \times \text{total kapitalens omløpshastighet} \end{aligned}$$

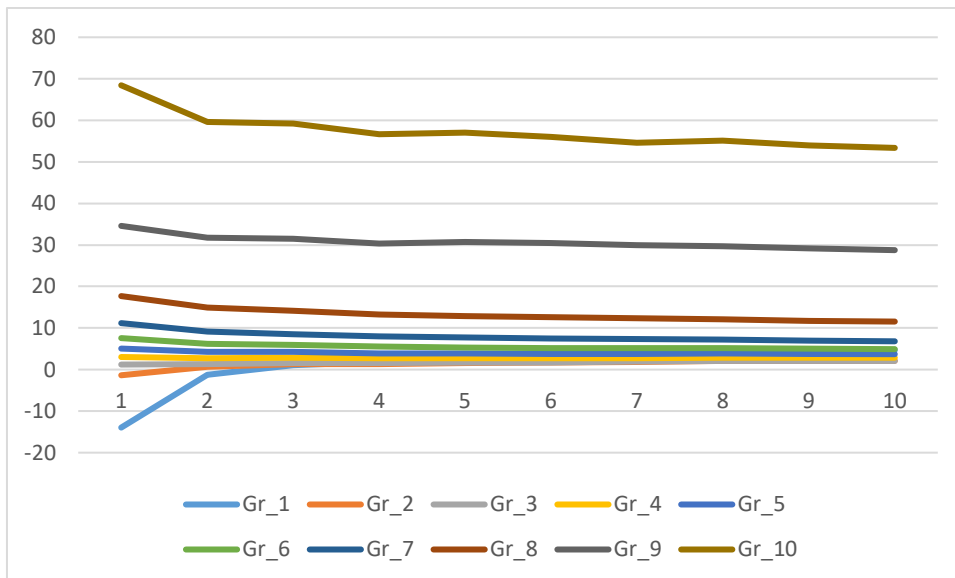
Resultatgraden viser hvor mange prosent av hver krone i driftsinntekter som blir igjen til dekning av renter, skatt og avkastning til eierne. Total kapitalens omløpshastighet (TKOML) viser hvor mye inntekter foretaket klarer å generere ved hjelp av eiendelene det rår over. Desto høyere disse to nøkkeltallene er, jo høyere blir TKR. Det er logisk: Desto høyere inntektene er per krone investert i eiendeler og jo mer foretaket sitter igjen med per omsatt krone, jo bedre er det.

Effekten som konkurransen har på lønnsomheten gjelder TKR, og ikke resultatgraden eller total kapitalens omløpshastighet. Det er derfor fullt mulig at vi ikke ser en tilsvarende reversering mot gjennomsnittet for disse to forholdstallene. Årsaken er at det er ikke er gitt hva slags konkurransestrategi foretak skal følge for å oppnå høyest mulig avkastning. Lavprisstrategier og differensieringsstrategier kan begge gi høy avkastning, men de krever forskjellige ressurser som slår ut i regnskapstallene (Palepu, Healy og Bernard, 2000: kap. 2, Porter 1980: kap 2) Differensieringsstrategiene må gi kundene noe ekstra, for eksempel bredt vareutvalg, lekre lokaler med god plass og kunst på veggene, kompetent betjening og muligheter for å selge eksklusive varer på kreditt. Lavprisstrategien går ut på å tjene lite per omsatt vare, men selge svært mange varer slik at lønnsomheten likevel blir høy. Foretak som satser på lavpris kan derfor forventes å ha lavere resultatgrader og høyere omløpshastighet på total kapitalen enn foretak som satser på differensieringsstrategier (Palepu et al. 2000:2-18). I motsetning til TKR, er det derfor ikke et teoretisk anker – en gjennomsnittsverdi – som forholdstallene vil dra seg mot over tid.

Figur 2 viser utviklingen i resultatgraden og figur 3 viser utviklingen i total kapitalens omløpshastighet. Figurene er konstruert på samme måte som figur 1, men med andre forholdstall.

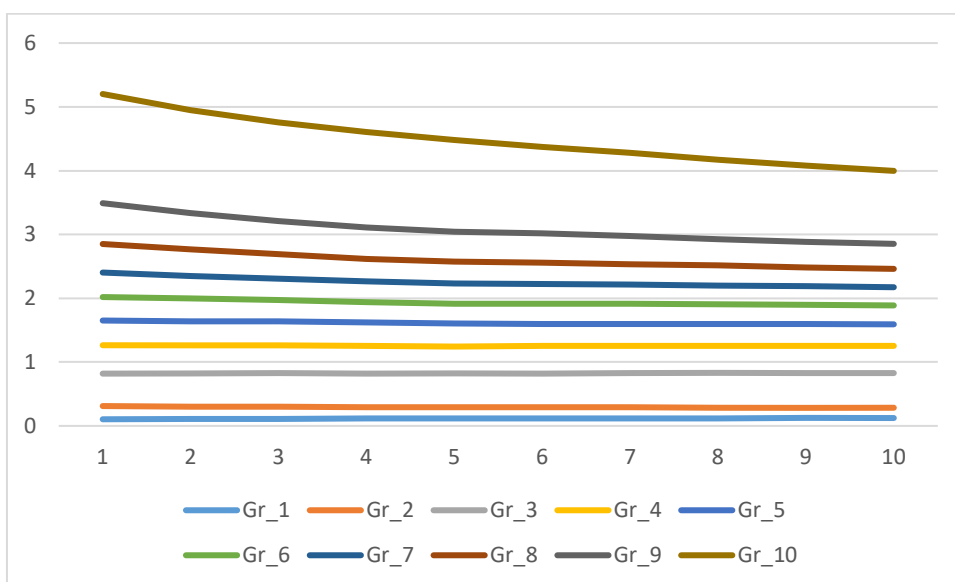
---

<sup>9</sup> Dekomponeringen skjer ved at høyresiden i TKR multipliseres med brøken (Driftsinntekter / Driftsinntekter) og at uttrykket deretter ordnes. DuPont-modellen er med i de fleste innføringsbøker i regnskap, se f. eks. Baksaas og Hansen (2014: 251), Kristoffersen (2016: 486), (Langli 2018: 479) og Sending og Tangenes (2019: 154).



**Figur 2: Utviklingen i resultatgraden**

Note: Figuren viser hvordan resultatgraden, (målt ved medianen) utvikler seg over tid, gitt nivået på foretakenes resultatgrad i år t, t = 2005, 2006, 2007, 2008 og 2009. Gr\_1 består av de 10 prosent av foretakene som har lavest resultatgrad i år t. Gr\_2 består av de 10 prosent neste foretakene som har lav resultatgrad i år t. Gr\_10 består av de 10 prosent av foretakene som har høyest resultatgrad i år t. I hver gruppe viser grafen hva medianen til resultatgraden er for gruppen. Foretakenes gruppetilhørighet blir bestemt i år t, slik at grafen viser hvordan gruppens resultatgrad utvikler seg de etterfølgende ni årene. Venstre akse viser resultatgraden i prosent, mens horisontal akse viser antall år (år 1 er året hvor gruppene etableres).



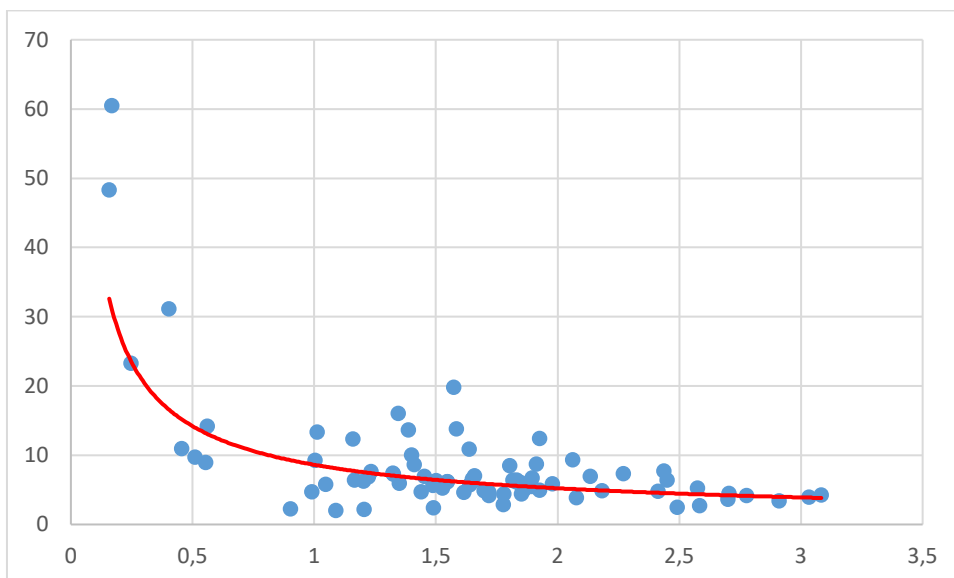
**Figur 3: Utviklingen i total kapitalens omløpshastighet**



Note: Figuren viser hvordan total kapitalens omløpshastighet, (målt ved medianen) utvikler seg over tid, gitt nivået på foretakenes omløpshastighet på total kapitalen i år  $t$ ,  $t = 2005, 2006, 2007, 2008$  og  $2009$ . Gr\_1 består av de 10 prosent av foretakene som har lavest omløpshastighet på total kapitalen i år  $t$ . Gr\_2 består av de 10 prosent neste foretakene som har lav omløpshastighet på total kapitalen i år  $t$ . Gr\_10 består av de 10 prosent av foretakene som har høyest omløpshastighet på total kapitalen i år  $t$ . I hver gruppe viser grafen hva medianen til total kapitalens omløpshastighet er for gruppen. Foretakenes gruppetilhørighet blir bestemt i år  $t$ , slik at grafen viser hvordan gruppens omløpshastighet på total kapitalen utvikler seg de etterfølgende ni årene. Venstre akse viser total kapitalens omløpshastighet, mens horisontal akse viser antall år (år 1 er året hvor gruppene etableres).

Som forventet, er tendensen til at nøkkeltall returnerer mot gjennomsnittet knapt nok tilstede i figur 3 (som viser total kapitalens omløpshastighet), mens vi øyner en tendens blant de mest og minst lønnsomme i figur 2 (som viser resultatgraden). Blant de minst lønnsomme er det helt naturlig at resultatgraden må forbedres – foretakene kan ikke holde det gående i mange år med negativ resultatgrad. Det er også rimelig at foretak med meget høy resultatgrad vil se en reduksjon siden effekten av konkurranse må gjøre seg gjeldende: Skal TKR gå må gjennomsnittet, må resultatgraden eller TKOML eller begge avta for foretak med høy lønnsomhet. Figur 2 og 3 tyder på at det i hovedsak er redusert resultatgrad som drar TKR mot gjennomsnittet.

Foretak tildeles næringskoder som sier hvilke bransje(-r) de opererer i. Bruker vi to-sifferede næringskoder (hvor for eksempel 31 betyr at foretaket driver med produksjon av møbler), og krever at det er minst 100 observasjoner i hver næringskode i løpet av alle årene mellom 2005 og 2018 som har omsetning eller eiendeler over 1 million kroner, blir foretakene fordelt på 81 forskjellige næringskoder. Disse foretakene har en median TKR på 9,2 prosent. For en TKR på 9,2 prosent, er det en rekke mulige kombinasjoner av resultatgraden og TKOML. Den røde linjen i figur 4 viser kombinasjoner av resultatgraden og TKOML som gir TKR på 9,2 prosent. De blå prikkene viser median resultatgrad og median TKOML for de 81 bransjene. Tre bransjer skiller seg ut med meget høy resultatgrad, og som forventet har disse lav omløpshastighet på eiendelene. De tre bransjene er henholdsvis finansieringsvirksomhet, omsetning og drift av fast eiendom og utvinning av råolje og naturgass. Dette er bransjer som har mye kapital bundet opp i eiendeler relativt til driftsinntektene, slik at TKOML blir lav. For at disse skal få tilstrekkelig avkastning på total kapitalen, må derfor resultatgraden være høy (TKR for de tre bransjene er henholdsvis 10,2, 7,6 og 12,5 prosent).

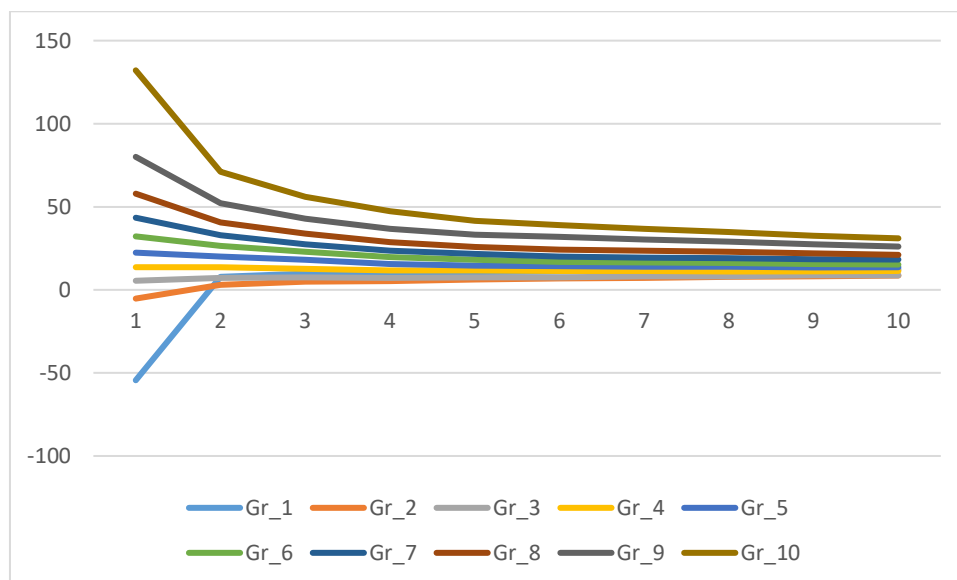


#### Figur 4: Sammenhengen mellom resultatgraden og totalkapitalens omløpshastighet for norske AS i perioden 2005 - 2019

Note: Figuren viser resultatgraden i prosent (loddrett akse) og totalkapitalens omløpshastighet (horisontal akse) for alle norske AS som har levert årsregnskap til Brønnøysundregistrene i årene 2005- 2018. Prikkene viser median resultatgrad og median omløpshastighet på totalkapitalen per to-sifferet næringskode. Kun bransjer med minst 100 årsregnskaper i utvalgsperioden er tatt med. Den røde linjen kombinasjoner av resultatgrad og omløpshastighet på totalkapitalen som gir en rentabilitet på totalkapital ca 9.2 prosent (funksjonen er  $RESGRAD = 9,2 / TKOML$ ).

#### 1.2.3 Hva med egenkapitalens rentabilitet?

Det er godt kjent fra amerikanske studier, basert på regnskapene til børsnoterte amerikanske foretak, at avkastningen på eiendelene (TKR) og avkastningen på egenkapitalen (EKR) vender tilbake til gjennomsnittet. Gjennomsnittsverdiene de går mot, er henholdsvis foretakenes gjennomsnittlige kapitalkostnad (ofte referert til som WACC = weighted average cost of capital) og egenkapitalens avkastningskrav (Freeman, Ohlson og Penman 1982, Fama og French 2000, Nissim og Penman 2001). Figur 1 viser at TKR går mot gjennomsnittet også for norske AS. At EKR også går mot gjennomsnittet, fremgår av figur 5. Figur 5 er beregnet på samme måte som figur 1, men jeg har kun inkludert foretak med positiv egenkapital (negativ egenkapital gjør at foretak som taper penger får positiv EKR, noe som økonomisk sett gir lite mening).



Figur 5: Utviklingen i egenkapitalens rentabilitet

Note: Figuren viser hvordan egenkapitalens rentabilitet, EKR, (målt ved medianen) utvikler seg over tid, gitt nivået på foretakenes EKR i år t, t = 2005, 2006, 2007, 2008 og 2009. Kun foretak med positiv egenkapital inngår i utvalget. Gr\_1 består av de 10 prosent av foretakene som har lavest EKR i år t. Gr\_2 består av de 10 prosent neste foretakene som har lav lønnsomhet i år t. Gr\_10 består av de 10 prosent av foretakene som har høyest EKR i år t. I hver gruppe viser grafen hva medianen til EKR er for gruppen. Foretakenes gruppetilhørighet blir bestemt i år t, slik at grafen viser hvordan gruppens EKR utvikler seg de etterfølgende ni årene. Venstre akse viser EKR i prosent, mens horisontal akse viser antall år (år 1 er året hvor gruppene etableres).

Ser vi på aksene til venstre i figur 5, er median EKR for de 10 prosent mest lønnsomme over 130 prosent, mens den er under -50 prosent for de 10 prosent mest ulønnsomme. Etter fire år er differansen under 50 prosentpoeng, og medianen for alle gruppene er positive. 10 år etter at gruppene ble etablert, er medianen fortsatt høyest for de som startet med høyest lønnsomhet, men spredningen er liten (høyeste median EKR i år 10 er 31 % mens lavest median EKR = 8,6 prosent).

Gjennomsnittlig TKR og EKR i perioden 2005-2018 er henholdsvis 12 % og 28 %, mens medianen er henholdsvis 9 prosent og 20 prosent. Hvorvidt dette er høyt eller lavt i forhold til teoretisk fastsatte avkastningskrav, går jeg ikke inn på i denne artikkelen.

Mens TKR kan dekomponeres i resultatgraden og TKOML (jf. figur 4), kan EKR dekomponeres i (Langli 2018):

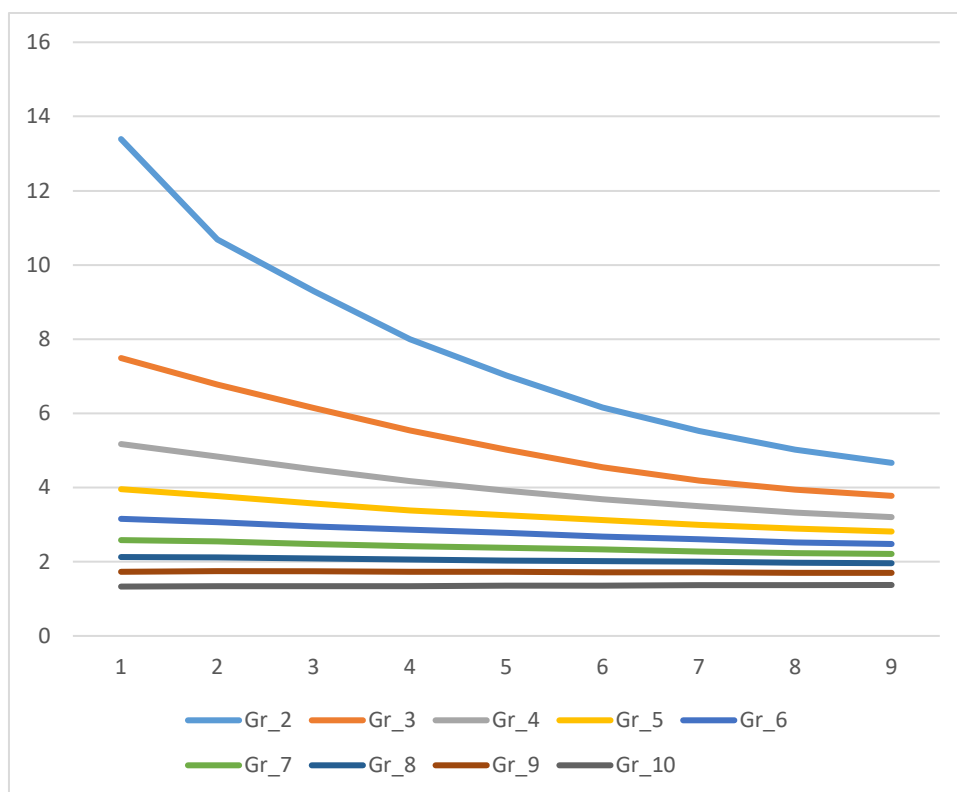
- $\text{overskuddsgraden} = \text{ordinært resultat} \times 100 / \text{driftsinntekter}$
- $\text{total kapitalens omløpshastighet} = \text{driftsinntekter} / \text{gjennomsnittlig total kapital}$
- $\text{leverage} = \text{gjennomsnittlig total kapital} / \text{gjennomsnittlig egen kapital}$

Dekomponering av EKR i overskuddsgraden, TKOML og leverage setter fokus på de tre viktigste faktorene bak avkastningen som eierne oppnår: Hvor mange øre som blir igjen til eierne per omsatt krone (overskuddsgraden), hvor store driftsinntekter foretaket klarer å skape ved å bruke eiendelene det rår over (total kapitalens omløpshastighet), og hvor mye av investeringene i eiendelene som er finansiert med egen kapital (leverage).<sup>10</sup>

Det er ikke store forskjeller mellom resultatgraden og overskuddsgraden siden forskjellen består i renter og skatt. Korrelasjonskoeffisienten mellom disse to nøkkeltallene bekrefter dette (korrelasjonskoeffisienten er 0,92 hvor 1 betyr perfekt positiv korrelasjon). Utviklingen i overskuddsgraden blir derfor lik den vi ser i figur 2. Total kapitalens omløpshastighet er som vist i figur 3. Siden det ikke er særlig bevegelser mot gjennomsnittet i figur 2 og figur 3, er det følgelig grunn til å anta at leverage, som viser hvor mange kroner foretaket har investert i eiendelene per krone investert av eierne, som bør vise en tendens til å vende tilbake til gjennomsnittet. Figur 6 viser en slik trend for leverage. Gruppen med lavest leverage (Gr\_1) er tatt ut fordi medianen svinger enormt i forbindelse med at foretakene går fra negativ til nær null og så liten positiv egen kapital. Hvis gruppen var tatt med i grafen, ville de resterende gruppene sett ut som om de var omtrent like.

---

<sup>10</sup> En annen måte å illustrere hvor viktig bruken av gjeld er for eiernes avkastning, får vi gjennom brekkstangformelen (Langli 2018: 478):  $\text{EKR} = \text{TKR} + (\text{TKR} - \text{gjennomsnittlig gjeldsrente}) \times (\text{gjeld} / \text{egen kapital})$ . Jo høyere TKR er i forhold til prisen foretaket betaler for sine lån, og desto mer gjeld foretaket har relativt til egenkapitalen, jo høyere blir den regnskapsmessige rentabiliteten.



**Figur 5: Utviklingen i leverage**

Note: Figuren viser hvordan leverage (målt ved medianen) utvikler seg over tid, gitt nivået på foretakenes leverage i år t, t = 2005, 2006, 2007, 2008 og 2009. Gr\_1 består av de 10 prosent av foretakene som har lavest leverage i år t. Gr\_2 består av de 10 prosent neste foretakene som har lav leverage i år t. Gr\_10 består av de 10 prosent av foretakene som har høyest leverage i år t. I hver gruppe viser grafen hva medianen til leverage er for gruppen. Foretakenes gruppetilhørighet blir bestemt i år t, slik at grafen viser hvordan gruppens leverage utvikler seg de etterfølgende ni årene. Venstre akse viser leverage, mens horisontal akse viser antall år (år 1 er året hvor gruppene etableres).

Det er rimelig at leverage går mot et gjennomsnitt. Fra finansfaget vet vi at det finnes en optimal kapitalstruktur, dvs. et optimalt forhold mellom egenkapital og gjeld. Vi kan riktig nok ikke regne den ut, men vi kjenner mange faktorer som taler for og imot at foretak har gjeld. Eksempelvis er renter fradragsberettiget, slik at foretakene bør ha mye gjeld for å dra nytte av rentefradraget. En annen fordel med gjeld er mye gjeld gir ledelsen sterke incentiver til å jobbe hardt, slik at renter og avdrag skal bli betalt (lite likvider reduserer fri kontantstrømproblemet). På den annen side fører mye gjeld til større sannsynlighet for konkurs, og kreditorer og långivere vil derfor skru prisen på kreditt opp, eller nekte å gi lån, når gjeldsgraden blir for høy. Dette trekker i motsatt retning av rentefordels- og fri kontantstrømproblemet. Andre argumenter for og imot gjeld finnes også, men jeg overlater diskusjonen til finansiellitteraturen (for eksempel Bøhren, Michaelsen og Nordli 2017: kap. 8). Poenget er at det er rimelig å forvente at foretak går mot en optimal gjeldsgrad, på samme måte som det er rimelig at TKR og EKR går mot sine teoretiske normtall (henholdsvis vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad og egenkapitalens avkastningskrav).

## 1.3 Bransjeforskjeller

### 1.3.1 Landsgjennomsnittet versus bransjegjennomsnittene

Figurene over viser utviklingen i nøkkeltall over tid, uten å ta hensyn til bransjeforskjeller. Bransjer er imidlertid forskjellige, og den første inndelingen av forholdstall per bransje ble gjort av Alexander

Wall i 1919 (Horrigan 1968). I Norge er det så vidt jeg vet lite informasjon om hva nøkkeltall er i ulike bransjer. Noen nøkkeltall per bransje er tilgjengelig i Statistikkbanken til SSB, men utvalget av nøkkeltall er begrenset og nøkkeltallene sier lite om hvordan fordelingen er til nøkkeltallene.<sup>11</sup> Med fordeling tenker jeg i denne artikkelen i første rekke på gjennomsnittsverdien og medianen.<sup>12</sup>

Finansanalytikere spesialisere seg på bransjer, for eksempel telecom, shipping, konsum etc. Og ved evaluering og verdsetting av et konkret foretak, bruker man gjerne foretak av omtrent samme størrelse i samme bransje (Petersen og Plenborg 2012:65, Healy et al. 2000: 2-1 og 9-1) Det taler for at bransjetilhørighet er viktig. At det er store forskjeller mellom bransjer også blant norske AS, dokumenteres i tabell 1. I panel A vises gjennomsnitt og median for alle AS i perioden 2014-2018 med omsetning eller eiendeler over 1 million kroner (gjennomsnittsverdien for alle AS kalles heretter landsgjennomsnittet). I panel B vises gjennomsnittsverdien for nøkkeltallene TKR (totalkapitalens rentabilitet), RESGRAD (resultatgrad), TKOML (totalkapitalens omløpshastighet), LIKGRAD1 (likviditetsgrad 1) og EKANDEL (egenkapitalandelen) for hovednæringsgrupper vi finner i Norsk standard for næringsgruppering.<sup>13</sup> Stjernene til høyre for bransjegjennomsnittene betyr at gjennomsnittsverdiene er signifikant forskjell fra landsgjennomsnittet.

|   | TKR       | RESGRAD   | TKOML    | LIKGRAD1 | EKANDEL  |
|---|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| <i>Panel A: Perioden 2014-2018 under ett:</i> |           |           |          |          |          |
| Gjennomsnitt                                  | 11,60     | 18,64     | 1,84     | 2,70     | 0,35     |
| Median  | 8,69      | 7,95      | 1,56     | 1,45     | 0,35     |
| <i>Panel B: Bransjegjennomsnitt</i>           |           |           |          |          |          |
| Jordbruk, skogbruk og fiske                   | 11,01 *** | 17,07 *** | 1,10 *** | 2,78 *   | 0,35     |
| Bergverksdrift og utvinning                   | 7,73 ***  | 10,17 *** | 1,26 *** | 2,79     | 0,37 *** |
| Industri                                      | 8,43 ***  | 10,27 *** | 1,85 *   | 2,44 *** | 0,39 *** |
| El-, gass-, damp- og varmtv.fors.             | 6,15 ***  | 28,66 *** | 0,48 *** | 2,57 **  | 0,34     |
| Vannfors., avløps- og renovasjon              | 10,36 *** | 12,55 *** | 1,58 *** | 2,16 *** | 0,39 *** |
| Bygge- og anleggsvirksomhet                   | 11,84 *** | 15,12 *** | 1,93 *** | 2,56 *** | 0,34 *** |
| Varehandel /rep av motorvogner                | 9,37 ***  | 8,23 ***  | 2,77 *** | 2,31 *** | 0,33 *** |
| Transport og lagring                          | 8,75 ***  | 10,83 *** | 1,95 *** | 2,64 **  | 0,33 *** |
| Overnattings-/servering                       | 8,89 ***  | 7,33 ***  | 2,48 *** | 1,71 *** | 0,22 *** |
| Informasjon og kommunikasjon                  | 14,72 *** | 16,89 *** | 1,61 *** | 2,65 *   | 0,41 *** |
| Finansiering og forsikring                    | 14,42 *** | 57,74 *** | 0,61 *** | 6,89 *** | 0,55 *** |
| Oms. og drift av fast eiendom                 | 10,03 *** | 46,53 *** | 0,41 *** | 3,65 *** | 0,33 *** |
| Faglig, vitensk. og teknisk tj.               | 20,12 *** | 17,69 *** | 1,81 *** | 2,33 *** | 0,43 *** |
| Forretningsmessig tjenesteyting               | 11,69     | 9,41 ***  | 2,33 *** | 2,06 *** | 0,30 *** |
| Undervisning                                  | 12,04     | 9,06 ***  | 2,05 *** | 2,00 *** | 0,33 *** |
| Helse- og sosialtjenester                     | 23,59 *** | 19,09 **  | 1,84     | 2,41 *** | 0,44 *** |
| Kultur, underh. og fritidsakt.                | 11,45     | 9,49 ***  | 1,98 *** | 2,28 *** | 0,31 *** |
| Annen tjenesteyting                           | 14,42 *** | 7,76 ***  | 2,29 *** | 1,76 *** | 0,35     |

**Tabell 1: Gjennomsnittsverdier for fem nøkkeltall for hovednæringsgrupper**

Note: Beregningsgrunnlaget er regnskapene i årene 2014-2018 for alle foretak med driftsinntekter eller sum eiendeler over 1 millioner kroner som tilhører de angitte næringsgruppene. I panel A er gjennomsnittet og medianen beregnet for alle

<sup>11</sup> SSBs beregner f. eks. likviditetsgrad 1 ved dividere sum omløpsmidler i en hovednæringsgruppe med sum kortsiktig gjeld til de samme foretakene. Jeg beregner forholdstallene per foretak. Deretter ser jeg på fordelingen til disse forholdstallene. Min fremgangsmåte gjør at alle foretak gis samme vekt, siden størrelsen på foretakene ikke tas i betraktning.

<sup>12</sup> Langli (2018, kap. 33-36) beskriver fordelingene til nøkkeltall med flere statistiske må, og en rekke tabeller som viser fordelingen av nøkkeltall per bransje er tilgjengelig på [home.bi.no/john.c.langli](http://home.bi.no/john.c.langli).

<sup>13</sup> <https://www.ssb.no/klass/klassifikasjoner/6>, besøkt 5.6.2020.

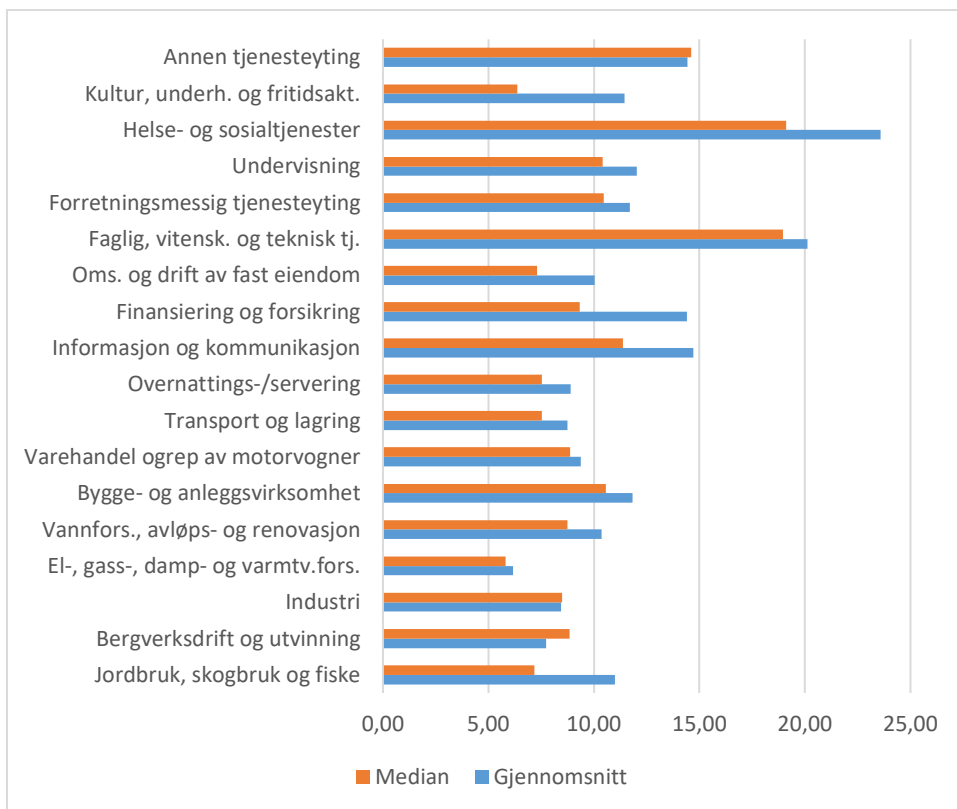
foretak sett under ett (435 155 årsregnskaper). I panel B vises gjennomsnittet per bransje, estimert ved hjelp av regresjonsanalyse. \*\*\* (\*\*) [\*] betyr at gjennomsnittet er signifikant forskjellig fra gjennomsnittet for alle AS sett under ett med p-verdi på 0,01 (0,05) [0.1] eller lavere. Testene for signifikante forskjeller fra gjennomsnittsverdien i panel A er gjort på de estimerte koeffisientene ved hjelp av t-tester.

Hovedbudskapet fra tabell 1 er at landsgjennomsnittet er en dårlig målestokk for hva som er typisk i en bransje: For TKR er det kun tre bransjer som ikke har en gjennomsnittsverdi som er forskjellig fra landsgjennomsnittet. For RESGRAD har ingen bransjer en gjennomsnittsverdi som er lik landsgjennomsnittet. For TKOML, LIKGRAD1 og EKANDEL er det henholdsvis en, en og tre bransjer som har gjennomsnittsverdier som er forskjellig fra landsgjennomsnittet.<sup>14</sup>

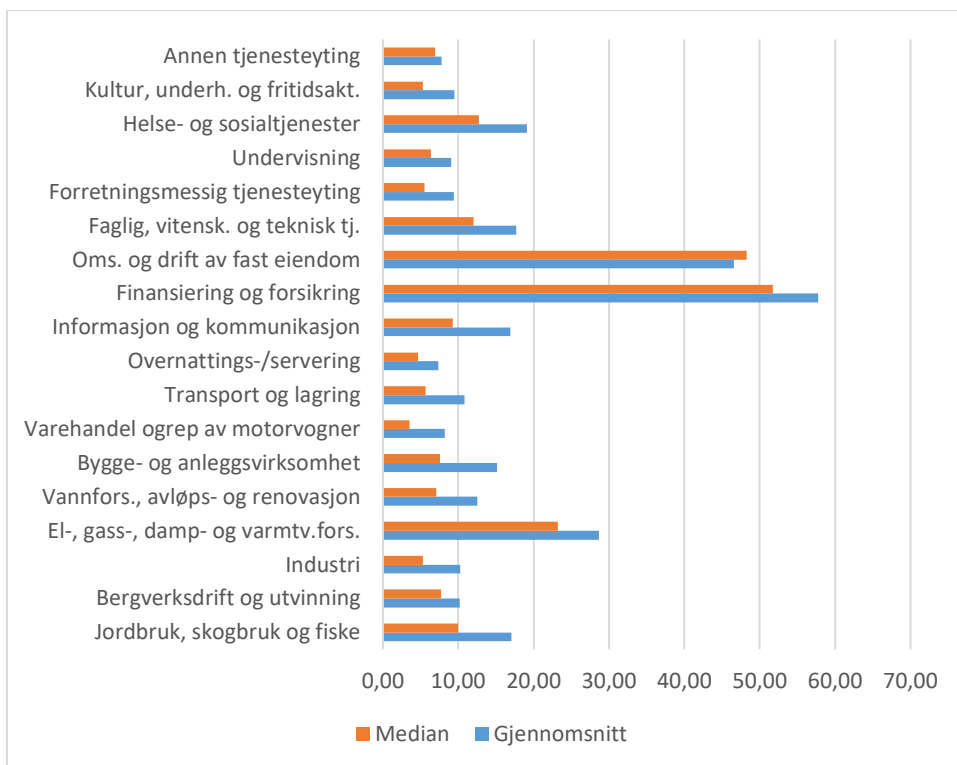
I panel A ser vi at medianen er mye lavere enn gjennomsnittsverdien for alle nøkkeltallene unntatt egenkapitalandelen. Det skyldes, som forklart i fotnote 5, at gjennomsnittet påvirkes av observasjoner som ligger langt ut i halen på fordelingen. Gjennomgående er det også betydelige forskjeller i median og gjennomsnittsverdier i hovednæringsgruppene. Dette er illustrert i figur 6 hvor de blå søylene viser gjennomsnittsverdien og de oransje søylene viser medianen for totalkapitalens rentabilitet (figur 6A), resultatgraden (figur 6B), omløpshastigheten på totalkapitalen (figur 6C), likviditetsgrad 1 (figur 6D) og egenkapitalandelen (figur 6E).

---

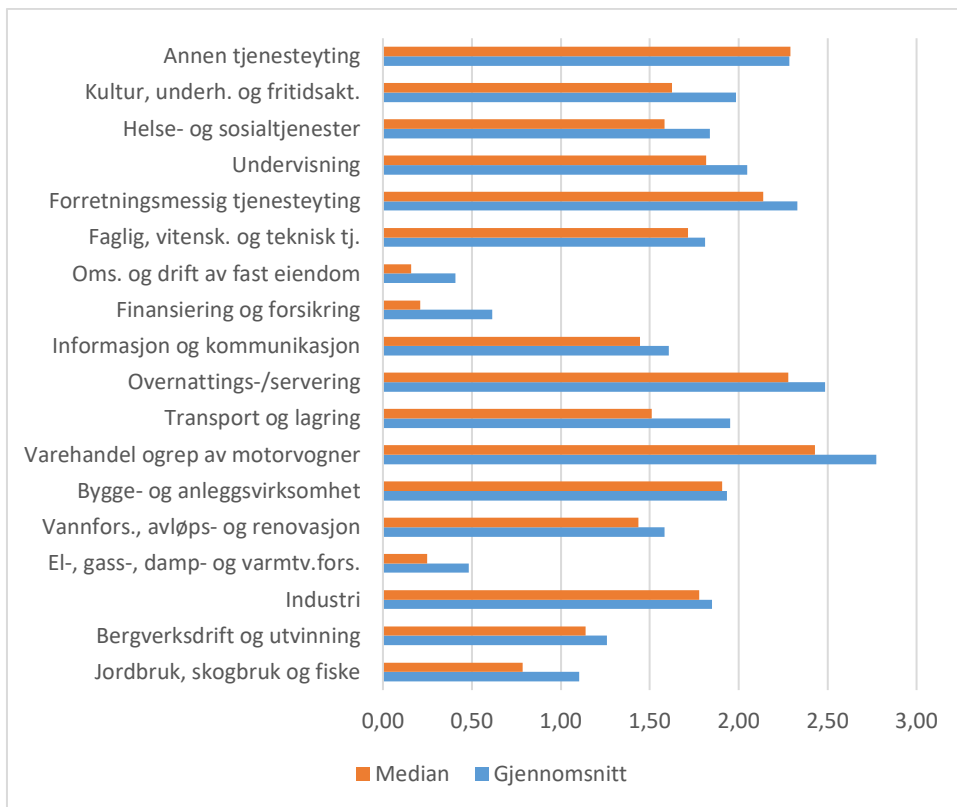
<sup>14</sup> I empirisk forskning er det vanlig praksis å utelate bank og finans fra analysene fordi de har en annen forretningsmodell som gjør at sammenhengen mellom resultatregnskapet og balansen blir annerledes enn for ikke-finansielle foretak. I analysene over er finansielle foretak tatt med. Jeg har gjentatt analysene etter å ha ekskludert finansielle foretak (hovednæringsgruppe K). Visuelt sett er grafene omtrent identiske, slik at valget mellom å ta med finansielle foretak eller holde de utenfor ikke har betydning for konklusjonene. I tabell 1 får vi tallmessige forskjeller. Når finansielle foretak utelates, blir gjennomsnittlig (median) TKR 11,95 (9,21), RESGRAD 16,46 (7,32), TKOML 1,97 [1,70], LIKGRAD1 2,28 [1,38] og EKANDEL 0,31 (0,30). Effekten av å utelate bank og finans har derfor størst forskjell på landsgjennomsnittet for likviditetsgrad 1. Hovedkonklusjonen fra tabell 1, om at bransjegjennomsnittene avviker signifikant fra landsgjennomsnittene, holder seg: Når finansielle foretak holdes utenfor ved beregningene som ligger til grunn for tabell 1, skjer det ingen endringer i signifikansnivået for TKR. For RESGRAD består endringen i at jordbruk ikke lenger blir signifikant forskjellig fra landsgjennomsnittet. For TKOML blir alle bransjegjennomsnittene forskjellige fra landsgjennomsnittet. For LIKGRAD1 er det kun el-, gass- damp- og varmtvannforsyning som ikke er signifikant forskjellig fra landsgjennomsnittet, mens bransjegjennomsnittet for transport og lagring kun blir signifikant forskjellig fra landsgjennomsnittet på 0,1 nivået. For EKANDEL er det ingen endringer.



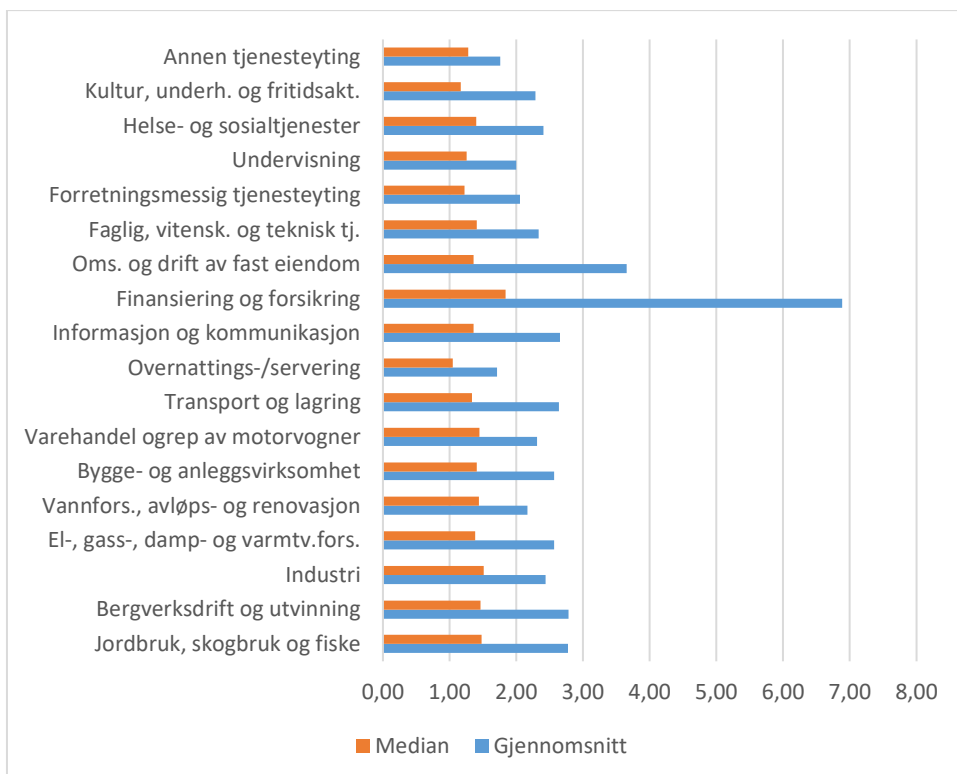
**Figur 6A Median og gjennomsnittlig rentabilitet på totalkapitalen per hovednæringsgruppe**



**Figur 6B Median og gjennomsnittlig resultatgrad per hovednæringsgruppe**

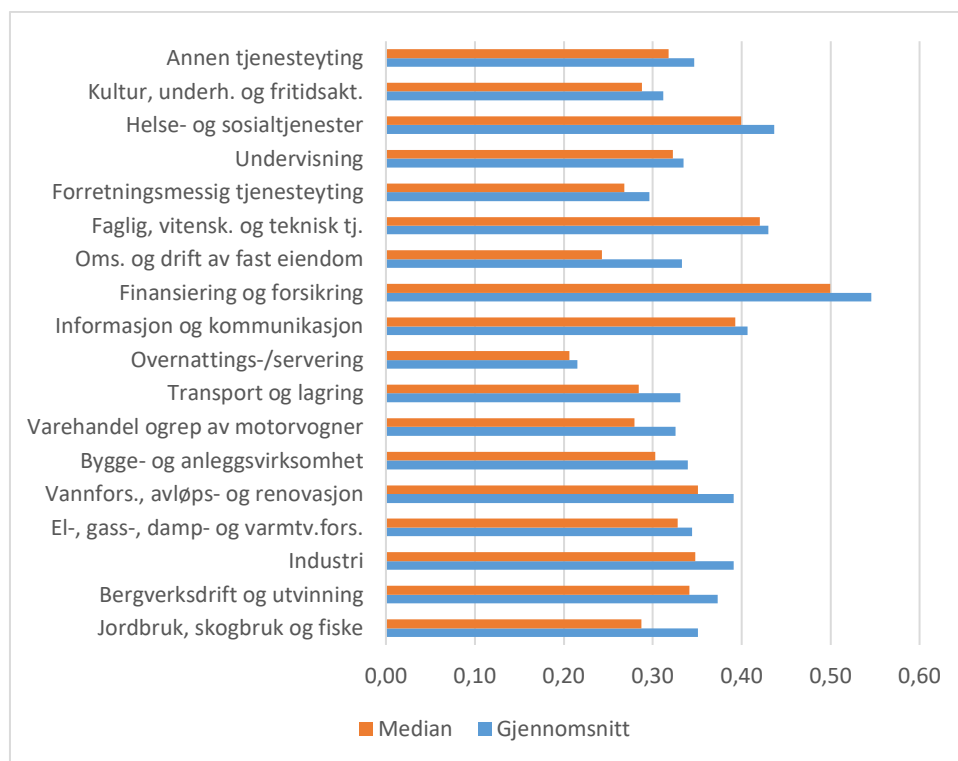


**Figur 6C Median og gjennomsnittlig omløpshastighet på totalkapitalen per hovednæringsgruppe**





**Figur 6D Median og gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 per hovednæringsgruppe**



**Figur 6E Median og gjennomsnittlig egenkapitalandel per hovednæringsgruppe**

Note: Figurene viser medianer og gjennomsnittsverdier for rentabilitet på totalkapitalen (figur 6a), resultatgraden (figur 6b), totalkapitalens omløpshastighet (figur 6c), likviditetsgrad 1 (figur 6d) og egenkapitalandelen (figur 6e) per hovednæringsgruppe i Norsk standard for næringsgruppering. Beregningsgrunnlaget er årsregnskapet til alle AS med driftsinntekter eller sum eiendeler over 1 millioner kroner i årene 2015-2018 som har oppgitt sin primærtilknytning til de angitte næringsgruppene.

Figur 6 taller sitt tydelige språk: (i) Det er store variasjoner mellom bransjer, og (ii) innad i bransjene kan det være store forskjeller mellom medianen og gjennomsnittsverdien. Dette kan det være viktig å ta i betraktning når man skal felle dommen over hvorvidt en nøkkeltall til et foretak tilfredsstillende.

### 1.3.2 Normtall for totalkapitalrentabiliteten

I innledningen refererte jeg fra Proffs hjemmeside, hvor det oppgis at TKR bør ligge mellom 10 og 15 prosent. Med dette kravet til hva som skal være godkjent, er bransjegjennomsnittene høyere enn «godkjentkravet» på 10 prosent i 12 av 18 bransjer, mens kun to bransjer har et bransjegjennomsnitt som er høyere enn «godkjentkravet» hvis det settes til 15 prosent (de to bransjene er faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting og helse- og sosialtjenester). Bruker vi medianen, dvs. TKR til foretaket som har like mange foretak foran seg som bak seg på «resultatlisten» som viser TKR i avtakende rekkefølge, er «godkjentkravet» på 10 prosent (15 prosent) oppfylt i kun syv (to) av 18 bransjer. Når vi ser hvordan fordelingen til TKR er, kan det virke som Proffs «godkjentkrav» er satt høyt: Den typiske situasjonen i mange bransjer er at foretakene har en mye lavere lønnsomhet enn 10 til 15 prosent (i utvalget i tabell 1 har 46 prosent av foretakene en TKR > 10 prosent mens 34 prosent har en TKR > 15 prosent).

En ulempe med å operere med et absolutt krav til hva som er tilfredsstillende avkastning for økonomien sett under ett, er at det risikoen varierer mellom foretak og bransjer. En viktig innsikt fra finansfaget er at avkastning og risiko henger sammen, og at avkastningskravet må økes når risikoen øker. Et flatt avkastningskrav for alle foretak ser bort fra variasjoner i risiko. En annen ulempe er at kravet ikke differensierer mellom eierskap (for eksempel notert på børs eller ikke) eller foretakets størrelse. Når man konkret skal ta stilling til hva TKR bør være for at den skal være tilfredsstillende, må man derfor ta hensyn til flere faktorer enn det som kommer frem i et alle-foretak-sett-under-ett-krav. For mer litteratur om fastsetting av avkastningskrav, vil jeg anbefale PWCs notat om risikopremien i det norske markedet (PWC 2019).

### 1.3.3 Likviditetsgrad 1 > 2?

Likviditetsgrad 1 er omløpsmidler dividert på kortsiktig gjeld. I generasjoner har anbefalingen vært at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2. Kravet om dobbelt så mye omløpsmidler som kortsiktig gjeld (dvs. at forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld minst bør være 2:1) har fått godt fotfeste hos mange som har tatt kurs i regnskap ved norske utdanningsinstitusjoner.<sup>15</sup>

Kristy (1994) viser til at kravet tidligere var 3:1, men at det «for nearly a century» har vært 2:1. Kristy skriver (s. 14) at «2 to 1 is the Standard of Excellence for the current ratio, less than 1 to 1 is the Standard of Awful.» Praksisen med å sammenlikne omløpsmidlene med kortsiktig gjeld startet rundt 1890, og Horrigan (1968) skriver at bruken av nøkkeltall startet med oppfinnelsen av likviditetsgrad 1. Han skriver også at 2:1 som absolutt krav ble satt i perioden 1900-1919.

Har det skjedd noe de siste 100 årene som har betydning for foretaks omløpsmidler og kortsiktig gjeld? Ser vi på figur 6D, indikerer den at næringslivet har tatt inn over seg at noe har skjedd: Ikke i noen bransjer er medianen til likviditetsgrad 1 større enn 2. Gjennomsnittsverdien er stort sett over 2, men det skyldes at en del foretak har «unødvendig» høye likviditetsgrader.<sup>16</sup>

I de dager hvor 2:1 ble en etablert standard, gikk alt mye saktere. Varer fra USA brukte uker over Atlanteren, søknader om lån tok uker å få behandlet, fartsgrensen i Norge var maksimalt 15 km/t for lettere vogner og 12 km/t for tyngre kjøretøy (og i 1919 var det 6 000 lastebiler, slik at mye av transporten måtte skje ved båt, hest og tog)<sup>17</sup>, just-in-time og samarbeid i leveransekedene for å strømlinjeforme vareflyten var ikke oppfunnet osv. I dag – og også når Kristi bifalt 2:1-kravet i 1994 - er tempoet et helt enn rundt 1919. Varer transporteres med fly, veiene er bedre, trailerne kjører

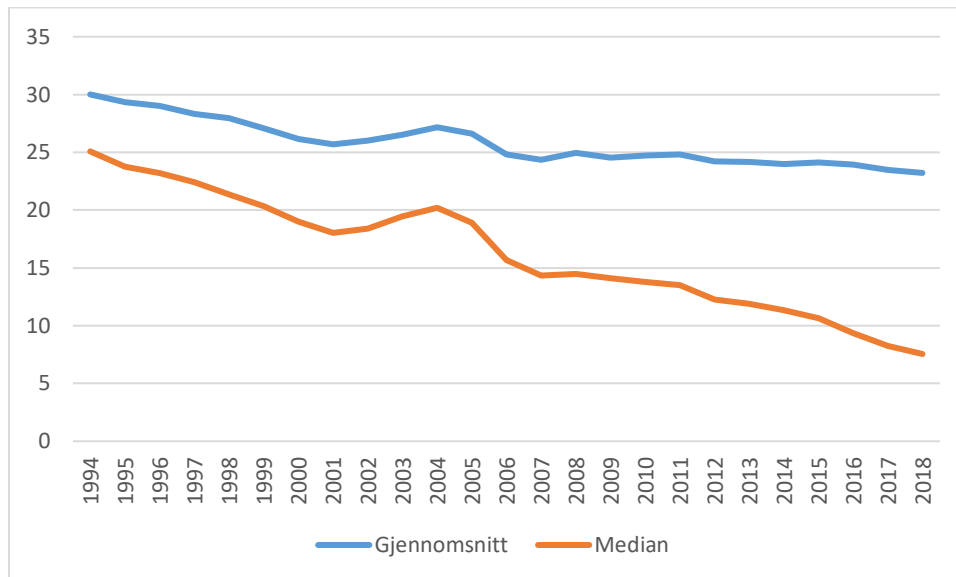
---

<sup>15</sup> Allerede for over 60 år siden skrev Wixon (1957: 3-8) at praksisen med å kreve likviditetsgrad 1 > 2 er tvilsom. I norske lærebøker er det først i de senere årene at jeg ser eksempler på at normtallet 2:1 ikke blir omtalt (Berg 2019 og Langli 2018). Når normtallet nevnes, synes jeg forfatterne sender et ullent signal om verdien av normtallet. Baksaa og Hansen (2015: 224) uthever normtallet ved å sette det i en boks med bakgrunnsfarge, samtidig som de skriver at det ikke uten videre kan overføres til norske bedrifter og at likviditetsgrad 1 i gjennomsnitt er lavere i Norge. Kristoffersen (2016: 470) skriver at det historisk sett har vært vanlig å kreve 2:1, men at det er sjelden at likviditetsgrad 1 er så høyt som normtallet. I 6. utgaven skriver Kristoffersen (2019: 460) at «likviditetsgrad 1 bør være større enn 1 (og helst nærmere 2)». Sending og Tangenes (2019: 162) omtaler kravet som en «tvilsom tommelfingerregel» og gir en god forklaring på hvorfor kravet har mistet sin relevans. Når 2:1 kravet omtales, er mitt subjektive inntrykk at studentene husker normtallet, men ikke forbeholdene mot dets relevans.

<sup>16</sup> Når vi ser bort fra finansielle foretak, har 10 prosent av foretakene en likviditetsgrad 1 > 4,5, dvs. 4,5 ganger så mye omløpsmidler som kortsiktig gjeld. Ut fra likviditetshensyn og behovet for å innfri kortsiktige forpliktelser etter hvert som de forfaller, er det normalt ingen grunn til å ha så mye omløpsmidler. Mangel på gode investeringsprosjekter (som fører til at likvider hopper seg opp hvis likvidene ikke deles ut som utbytte) og plassering av overskuddslikviditet i aksjemarkedet er to eksempler som kan forklare hvorfor omløpsmidlene blir høyere enn det som er nødvendig for å innfri forpliktelser.

<sup>17</sup> <https://www.norgeshistorie.no/forste-verdenskrig-og-mellomkrigstiden/1622-landet-bindes-sammen-transport.html>, besøkt 4.6.2020.

fortere, saksbehandlingstidene i bankene er dramatisk redusert, kundefordringer kan selges omtrent på dagen, mange foretak har likviditetsreservene i form av kassekreditt osv. Dette reduserer behovet for å ha varelager og likviditetsreservene i balansen. For å illustrere poenget med at varelageret raskere kan fylles opp hvis det begynner å gå tomt, viser figur 7 gjennomsnittsverdien og medianen som varelageret utgjør av i prosent balansesummen for foretak registrert i hovednæringsgruppen varehandel og reparasjon av motorkjøretøyer. I 1994 var varelageret i gjennomsnitt 30 prosent av balansesummen, mens det er under 24 prosent i 2018. Målt ved medianen er reduksjonen mye kraftigere.<sup>18</sup>



**Figur 7 Median og gjennomsnittlig varelager i prosent av sum eiendeler for varehandel og reparasjon av motorvogner**

Note: Figuren viser gjennomsnittsverdien og medianen til varelageret i prosent av sum eiendeler for alle AS i hovednæringsgruppen varehandel og reparasjon av motorvogner i årene 1994-2018.

Skal man vurdere foretaks likviditetssituasjon, er likviditetsgrad 1 et relevant forholdstall. Det 100 år gamle kravet om at det må være større enn 2 for alle foretak, gir imidlertid lite mening. I tillegg til at ting skjer mye raskere i dag enn for 100 år siden, er det også variabel praksis med hensyn til hva foretak legger inn i kortsiktig gjeld. Regnskapsloven gir for eksempel norske foretak som ikke bruker IFRS (International Financial Reporting Standards) adgang til å klassifisere styrets forslag til utbytte som kortsiktig gjeld, hvilket ikke er tillatt etter IFRS. Det er også mulighet å klassifisere neste års avdrag på langsiktig gjeld som kortsiktig gjeld. Begge disse valgmulighetene bidrar til at likviditetsgrad 1 går ned for foretak som klassifiserer neste års avdrag på langsiktig gjeld eller

<sup>18</sup> Figuren påvirkes av endringer i både teller (varelageret) og nevner (balansesummen). Effekten av at en større andel av varehandelsbedriftene kan ha etablert seg i kjøpesenter mot slutten av perioden sammenliknet med starten av perioden, kan forventes å bidra til å øke forholdstallet fordi den større andel varehandelsbedrifter leier lokaler som ikke balanseføres.

utbytteavsetningen som kortsiktig gjeld. Et normtall som gjelder for alle foretak, tar ikke hensyn til slike forskjeller.

#### 1.4 Oppsummering

I denne artikkelen har jeg belyst to egenskaper som det er nyttig å ha i bakhodet når man skal fatte beslutninger basert på analyser av nøkkeltall.

Den første er at mål på avkastning (som rentabilitet på egen- eller totalkapitalen) og kapitalstrukturen (som leverage og egenkapitalandelen), går mot gjennomsnittet for økonomien som helhet. Årsaken er kraften som ligger i at det finnes et optimum: den risikjusterte avkastningen skal være lik, og foretak er mest verdt når blandingsforholdet mellom gjeld og egenkapital er optimalt. For andre nøkkeltall har vi ikke teorier som guider oss til hva optimum er, og dermed finnes ikke kraften som presser nøkkeltallene mot gjennomsnittet for økonomien sett under ett.

Den andre egenskapen er bransjeforskjeller. Det er nesten ingen hovednæringsgrupper hvor bransjegjennomsnittet er likt landsgjennomsnittet. Man bør derfor være varsom med å bruke normtall for hva som er godt nøkkeltall når normtallet er det samme for alle foretak, uavhengig av bransje.

#### 1.5 Litteratur

Alaka, H. A., L.O. Oyedele, H. A. Owolabi, V. Kumar, V., S.O. Ajayi, O.O. Akinade, og M. Bilal. 2018. Systematic review of bankruptcy prediction models: Towards a framework for tool selection. *Expert Systems with Applications*, 94, pp. 164-184.

Altman, E. I. 1968. *Financial ratios discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*. *The Journal of Finance*, 23 (4), pp. 589-609.

Baksaas, K.M. og Ø. Hansen (2015). *Finansregnskap med analyse*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.

Ball, R. og P. Brown. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6 (2), pp. 159-178.

Beaver, W. 1966. Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, pp. 71-111.

Berg, T. 2017. *Grunnleggende økonomistyring*. Oslo: Cappelen Damm Akademisk.

Bellovary, J. L., D.E. Giacomino, og M.D. Akers. 2007. A review of bankruptcy prediction studies: 1930 to present. *Journal of Financial Education*, 33 (Winter), pp. 1-42.

Bøhren, Ø. D. Michaelsen og Ø. Norli. 2017. *Finans. Teori og praksis*. Bergen: Fagbokforlaget, Vigmostad & Bjørke AS.

Fama, E.F. og K.R. French. 2000. Forecasting profitability and earnings. *Journal of Business*, 73, 161-175.

Freeman, R.J., J. Ohlson, og S.H. Penman. 1982. Book rate-of-return and prediction of earnings changes: An empirical investigation. *Journal of Accounting Research*, 20 (2) Part II, Autumn, pp. 639-653.

Horrigan, J.O. 1968. A Short History of Financial Ratio Analysis. *The Accounting Review*, 43 (2), pp. 284-294

Kristy, J.E. 1994. Conquering financial ratios: The good, the bad, and the who Cares? *Business Credit*, 96 (2) pp. 14-19.

Kothari, S.P. og C. Wasley. 2019. Commemorating the 50-Year Anniversary of Ball and Brown (1968): The Evolution of Capital Market Research over the Past 50 Years. *Journal of Accounting Research*, 57 (5), pp. 1117-1159.

Kristoffersen, T. 2016. *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring*. 5. utgave. Bergen: Fagbokforlaget, Vigmostad & Bjørke AS.

Kristoffersen, T. 2019. *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring*. 6. utgave. Bergen: Fagbokforlaget, Vigmostad & Bjørke AS.

Langli, J.C. 2018. *Fra bilag til bruk. Innføring i finansregnskap og regnskapsanalyse*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.

Nissim, D. and S.H. Penman. 2001. Ratio analysis and equity valuation: From research to practice. *Review of Accounting Studies*, 6, 109-154.

Norsk Regnskapsstiftelse. 2014. Norsk Regnskapsstandard. Høringsutkast. <https://www.regnskapsstiftelsen.no/wp-content/uploads/2015/04/H%C3%B8ringsutkast-Ny-norsk-regnskapsstandard.pdf>, besøkt 4.6.2020.

Palepu, K.G, P.H. Healy og V.L. Bernard. 2000. *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements: Text and Cases*. Cincinnati: South-Western College Publishing.

Petersen, C.V. og T. Plenborg. 2012. *Financial Statement Analysis: Valuation, credit analysis and executive compensation*. Essex: Pearson Education Limited.

Petersen, C.V., og T. Plenborg og F. Kinserdal. 2017. *Financial Statement Analysis: Valuation - , Credit analysis – Performance Evaluation*. Bergen: Fagbokforlaget.

Porter, M. 1980. *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. New York: The Free Press.

PWC. 2019. *Risikopremien i det norske markedet*. Desember. <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2019.pdf>, besøkt 4.6.2020.

Sending, Aa. og T. Tangenes. 2019. *Økonomistyring*. Bergen: Fagbokforlaget, Vigmostad & Bjørke AS.

Stigler, G.J. 1963. *Capital and Rates of Return in Manufacturing Industries*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Wixon, R. (ed). 1957. *Accountants' Handbook*. New York: The Ronald Press Company.