Egenkapitalrentabilitet og skatt: En kritisk analyse

ØYVIND BØHREN*, KNUT LARSEN**, DAG MICHALSEN* OG HANS ROBERT SCHWENCKE*

Egenkapitalrentabilitet (EKR) er et mye brukt lønnsomhetsmål som viser regnskapsresultat pr. krone bokført egenkapital. Både eksisterende og foreslått beregningsnorm for EKR er imidlertid inkonsistente fordi de forutsetter null utsatt skatt i regnskapsresultatet (telleren) og full utsatt skatt når bokført egenkapital (nevneren) beregnes. Dette bryter regnskapsteoriens kongruensprinsipp og finansteoriens krav om intern konsistens i et avkastningsmål. Vi lanserer to konsistente EKR-mål og tallfester empirisk avviket mellom disse og de to inkonsistente normene. Over de siste fem år overestimerer de inkonsistente normene EKR med ca. 40% i norske børsnoterte selskaper.

* *Handelshøyskolen BI, Boks 580, 1301 Sandvika*
** *A/S Oslo Børs Informasjon, Dronningens gate 8B, 0152 Oslo 1*

1. Problemstilling

Egenkapitalrentabilitet (EKR) er et hyppig brukt lønnsomhetsmål som viser regnskapsresultat pr. krone bokført egenkapital.

Det finnes ikke noe offisielt organ i Norge som fastsetter hvordan regnskapsbaserte nøkkeltall skal beregnes. Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) har imidlertid gitt anbefalte normer som i alle fall de fleste børsnoterte selskaper følger (NFF, 1988). NFF har nå også foreslått nye normer (NFF, 1990). I denne artikkelen skal vi vise at både de eksisterende og foreslåtte normer gir for høye EKR verdier på grunn av inkonsistent behandling av ubeskattet egenkapital (betinget skattefrie avsetninger). Vi viser også at denne konsistensfeilen gir stor feilestimering av EKR i norske børsnoterte selskaper. I gjennomsnitt over de siste fem årene er EKR overestimert med ca. 40% i forhold til en konsistent beregning.

Del 2 dokumenterer utbredelsen av EKR, mens del 3 viser hvorfor NFFs eksisterende og foreslåtte EKR-norm er inkonsistent. Dessuten presenteres to konsistente EKR-mål. Del 4 gjennomgår forutsetninger og grunnlagsdata for den empiriske undersøkelsen, og del 5 tallfester feilestimeringen i norske børsnoterte selskaper de siste fem år. Siste avsnitt oppsummerer resultatene og diskuterer deres praktiske relevans.

2. Utbredelsen av EKR

EKR skal uttrykke hvilken avkastning eierne har oppnådd på sin investerte kapital. Det ideelle mål på en slik eieravkastning ville være absolutt eller relativ formuesendring i perioden basert på markedsverdier. Grunnleggende forskjeller mellom bokførte og markedsbestemte verdier gjør imidlertid at EKR kan avvike atskillig fra eiernes faktiske formuesavkastning. Når EKR og andre regnskapsbaserte nøkkeltall likevel brukes i praksis, skyldes nok dette først og fremst at markedsverdier bare kan observeres for børsnoterte selskaper. Eksempelvis er mindre enn 3% av selskapene i næringsgruppene industri og varehandel børsnotert. Det er imidlertid vanlig at også børsnoterte selskaper oppgir sin EKR i årsrapporten.

Nøkkeltallsanalyse brukes både internt i bedrifter og av eksterne analytikere. En amerikansk undersøkelse av Walsh (1984) viser at EKR benyttes i målformulering, budsjettering og til prestasjonsvurdering av ledelsen. Gibson (1982) studerte årsrapportene til 100 av de 500 største amerikanske industriselskapene på Fortunes liste. Der viser det seg at EKR er det hyppigst rapporterte nøkkeltallet.

Finansanalytikere bruker EKR ved aksjevurderinger. Eksempelvis er EKR ett av de fire nøkkeltall Dagens Næringsliv rapporterer i analysen av «Ukens selskap». Hoff (1989) pe-

ker spesielt på EKR som det sentrale avkastningsmål for investorer. Av tre nøkkel-tall som Østbye (1988) anbefaler ved kredittvurdering i handelsbedrifter er EKR det eneste lønnsomhetsmål.

Det er vanlig at norske lærebøker i regnskapsanalyse behandler EKR. Både Banken og Busch (1986), Kinserdal (1990) samt Knutsen og Eklund (1986) fremhever EKR som et sentralt nøkkeltall for eierne.

I bredere sammenhenger brukes EKR ved lønnsomhetsbaserte argumenter for å endre næringslivets rammebetingelser. Kildemateriale i slike debatter er ofte Regnskapsstatistikken fra Statistisk Sentralbyrå. I Regnskapsstatistikken for industri og varehandel (NOS B924, 1990) fokuseres det for hver næringsgruppe på resultatregnskap og balanse, samt på fire nøkkeltall hvor EKR er ett av dem.

Det er velkjent at teorigrunnlaget er tynt hva gjelder koblingen mellom ulike nøkkeltall og et selskaps økonomiske tilstand (Foster, 1986). Poenget med denne artikkelen er derfor ikke å oppfordre til større bruk av EKR. Hensikten er å fokusere på konsistent behandling av utsatt skatt, gitt at en først har valgt å bruke nøkkeltallet EKR. Vi tar heller ikke opp en rekke andre spørsmål rundt EKR, slik som behandling av skjulte reserver, ekstraordinære poster og endring i regnskapsprinsipper. Slike emner er vanligvis godt dekket i lærebøker i regnskapsanalyse.

3. Utsatt skatt i NFFs norm

Utsatt skatt er påløpne skatteforpliktelser av årets overskudd som først forfaller til betaling i fremtidige regnskapsår. Denne utsettelsen av skatteutbetalingene muliggjøres av liberale skatteregler, slik som konsolideringsfond, fondsavsetninger til DU- og miljøprosjekter, skattebaserte avskrivningsregler og avsetninger for prisfallsrisiko. Land som er langt fremme i bruk av anerkjente regnskapsprinsipper, som f.eks. USA, England og Nederland, viser den utsatte skatten på disse avsetningene som en forpliktelse i balansen. Samtidig føres årets endring i utsatt skatt som en kostnad i resultatregnskapet.

I Norge brukes balanseposten *ubeskattet egenkapital* (UEK) til å registrere alle skattemessig betingede avsetninger. Derfor består UEK dels av ren (beskattet) egenkapital, dels av utsatt skatt. Norske regnskapsregler tillater imidlertid ikke kostnadsføring av utsatt skatt i resultatregnskapet. Denne potensielle skatteforpliktelsen inngår kun implisitt blant årsoppgjørsdisposisjonene (ÅOD), som viser årets endring i UEK.

I følge gjeldende og foreslått EKR-norm tas det hensyn til utsatt skatt ved beregning av egenkapital i nevneren, siden denne settes lik bokført egenkapital (aksjekapital og beskattede fonds) pluss 50% (60% i følge forslag) av ubeskattet egenkapital. Årets endring i denne utsatte skatteforpliktelsen opptrer imidlertid ikke som en tilsvarende kostnad i telleren. I følge NFF-normen skal en her bruke resultat før ÅOD minus skatt, hvor skatteberegningen baseres på resultat før ÅOD fratrukket årets avsetning til UEK.

Vi kan illustrere dette med et enkelt eksempel basert på data fra tabell 1. I tråd med den foreslåtte EKR-norm settes utsatt skatt til 40% av UEK.

Tabell 1: Resultatregnskap og balanse.

Resultatregnskap		Balanse	
Resultat før ÅOD	200	Eiendeler	1200
Økning UEK	100		
Skatt	50	Gjeld	600
Overskudd	50	UEK	200
		Aksjekap. og reservefond	400
		Sum gjeld og egenkap.	1200

Etter NFFs foreslåtte norm blir resultat for eierne lik 150 (dvs. 200-50). Utgående EK er 520 (400 + 0,6·200), mens inngående EK er 410 (400-50 + 0,6·(200-100)). Dette gir gjennomsnittlig EK=465 og EKR=32%.

Vi ser at dette er inkonsistent fordi regnskapsposten utsatt (latent) skatt defineres som gjeld ved beregning av egenkapital (EKRs nevner) uten at kostnadssiden ved denne posten reflekteres i resultatet (telleren). Denne EKR-definisjonen innebærer derfor *helt motsatte* forutsetninger om samme fenomén i teller og nevner: Telleren antar at skattekreditten er permanent (utsatt skatt skal aldri betales). Nevneren

antar at ingen skattekreditt eksisterer (utsatt skatt skal betales umiddelbart). Utfra standard finansiell økonomi ville en derfor si at det blandes hummer og kanari i ett og samme avkastningsmål. Dermed blir nevnerens tallverdi for lav i forhold til telleren, og EKR blir for høy hvis telleren er positiv og for lav hvis den er negativ.

Den regnskapsteoretiske kritikken av en slik beregningspraksis går på at EKR-normen bryter *kongruensprinsippet*. Dette er et fundament i norsk og internasjonal regnskapsavleggelse: Endring i egenkapital på balansen skal samtidig føres over resultatregnskapet. Hovedunntaket fra dette er innskudd eller uttak av egenkapital, dvs. nyemisjon eller utbytte. Kongruensprinsippet medfører f.eks. at avsatte, skyldige renter ikke bare skal oppføres som gjeld, men også inngå i periodens finanskostnader.

Vi ser nå nærmere på behandlingen av utsatt skatt i EKR-normen utfra det perspektiv at kongruensprinsippet fra regnskapsavleggelsen også bør reflekteres i den måten nøkkeltallet EKR beregnes på.

Tabell 2: Resultatregnskap og balanse når utsatt skatt beregnes eksplisitt

Resultatregnskap		Balanse	
Resultat før ÅOD	200	Eiendeler	1200
Økning utsatt skatt (100·0,4)	40		
Skatt	50	Gjeld (600+200·0,4	680
Overskudd	110	EK (400+200·0,4	520
		Sum gjeld og egenkap.	1200

Regnskapet i tabell 2 er satt opp slik at EKR lettere kan beregnes i tråd med kongruensprinsippet, dvs. slik at det ikke blandes hummer og kanari om skatteforutsetningen i teller og nevner.

Resultat for eierne blir her 110. Derfor blir EKR=24% basert på en konsistent teller og nevner, dvs. hvor det begge steder forutsettes 40% utsatt skatt. Den beregnede EKR er altså 8%-poeng lavere enn hva foreslått EKR-norm gir utfra tallene i tabell 1.

I dette eksemplet brukte vi 40% utsatt skatt, i tråd med NFFs foreslåtte norm. Det er ulike oppfatninger om hvor stor denne andelen bør være (dagens NFF-norm sier 50%). Vi forutsetter imidlertid at avsetningsmuligheten til konsolideringsfond utnyttes maksimalt. Da vil den utsatte skatten uansett ligge mellom 0 og 40% av UEK. I våre analyser vil vi alternativt bruke disse to prosentene, siden de trolig indikerer yttergrensene for de effekter mellomliggende alternativer vil gi. Vi tar ikke stilling til hvor stor prosent som bør brukes; vårt poeng er kun at den prosent som velges skal være den samme i EKRs teller og nevner.

Utfra dette vil vi nå konsentrere oss om *fire alternative EKR-mål:*

- Dagens NFF-norm (NFF^D)
- Foreslått NFF-norm (NFF^F)
- Konsistent EKR med 40% utsatt skatt (K40)
- Konsistent EKR med 0% utsatt skatt (K0)

Disse fire alternativene er definert i tabell 3. Vi ser at de inkonsistente NFF^D og NFF^F begge antar null utsatt skatt i teller. Nevneren forutsetter imidlertid implisitt at hhv. 50% og 40% av UEK umiddelbart må betales som utsatt skatt. I K40 og K0 er det derimot konsistens: K40 antar null utsatt skatt både i teller og nevner, mens K0 forutsetter full utsatt skatt begge steder.

Basert på definisjonene i tabell 3 kan vi nå *rangere* EKR-målene. Vi begrenser oss til normaltilfellet med positiv EK og får:

(1) $NFF^D > NFF^F > KO$ hvis $OR > 0$
$NFF^D < NFF^F < KO$ hvis $OR < 0$

Har selskapet positivt bokført resultat for eierne (OR>0), vil derfor EKR alltid være større ifølge dagens NFF-norm enn ved den foreslåtte. Denne vil i sin tur gi større EKR-tall enn den konsistente K0. Motsatt rangering gjelder dersom resultatet er negativt. Disse rangeringene holder uansett hva ΔUEK er (EK er forutsatt positiv og UEK kan ikke være negativ).

På grunn av at K40 har en annen teller enn de tre andre EKR-definisjonene, er K40 vanskeligere å rangere utfra enkle betingelser. Det eneste som holder generelt er:

Tabell 3: Fire alternative definisjoner av EKR

	NFF^D	NFF^F	K40	K0
Teller:	OR	OR	OR–0,4·ΔUEK	OR
Nevner:	EK+0,5·UEK	EK+0,6·UEK	EK+0,6·UEK	EK+UEK

Teller = Resultatdefinisjon
Nevner = Egenkapitaldefinisjon
OR = Ordinært nettoresultat etter skatt (før minoritetsinteresser)
EK = Bokført egenkapital + minoritetsinteresser
UEK = Ubeskattet egenkapital
ΔUEK = Årets endring i ubeskattet egenkapital

(2) $NFF^D > K40$ hvis både OR > 0 og ΔUEK > 0 Ubestemt ellers
$NFF^F > K40$ hvis ΔUEK > 0
$NFF^F < K40$ hvis ΔUEK < 0

EKR-verdiene fra K40 og K0 kan altså ikke rangeres generelt utfra fortegn på OR og ΔUEK. Rangeringen av K40 i forhold til NFF^D avhenger av både OR og ΔUEK, mens K40 kontra NFF^F kun bestemmes av fortegnet på ΔUEK.

4. Forutsetninger og grunnlagsdata for den empiriske undersøkelsen

Vi skal nå tallfeste EKR-verdien i norske børsnoterte selskaper i perioden 1985-89. Dette gjøres for alle fire EKR-mål fra tabell 3.

I EKRs teller er alle poster tatt fra resultatregnskapet. Her har vi lagt til grunn dagens regnskapsstandard for *ekstraordinære poster* i hele undersøkelsesperioden (Norsk Regnskaps-Stiftelse, 1989). Noe unøyaktig er derfor alle ekstraordinære poster omdefinert til ordinære. Vårt resultatbegrep blir altså resultat før ÅOD minus skatt.

I tråd med NFFs norm inkluderer vi *konsolideringsfondet* i UEK, til tross for at det neppe påhviler noen fremtidig skatteforpliktelse her. Dette vil uansett bety lite for resultatene, siden vi inkluderer konsolideringsfondet i UEK i alle fire EKR-mål. Alle beregninger gjøres på *konsernnivå*, og minoritetsinteresser er, i tråd med NFF-normen, definert som egenkapital.[1]

Alle kapitaltallene i EKRs nevner er tatt fra balansen og regnet som gjennomsnittsverdier av inngående og utgående balanse.

Tre forhold har begrenset datamengden. For det første er regnskapsinformasjon i elektronisk lesbar form bare tilgjengelig for børsnoterte selskaper. A/S Oslo Børs Informasjon har registrert data for alle børsnoterte selskaper fra 1980 til dd. På basis av dette har vi begrenset oss til perioden 1985-89. Dette skyldes at det først i 1984 kom nye regnskapsregler som muliggjør den gruppering av regnskapspostene som vår analyse krever (anleggsreserver ble inkludert i UEK). Den tredje avgrensningen er at vi har utelatt bank og forsikring på grunn av spesielle regnskapsnormer for disse institusjonene.

Utvalget er derfor i utgangspunktet begrenset til alle børsnoterte selskaper i perioden 1985–89 fra industrilisten (industri, handel og finans) og skipslisten på Børs 1, samt industri- og skipsselskap på Børs 2. For å sikre sammenlignbarhet over tid har vi bare inkludert selskaper som har vært børsnotert i *hele* undersøkelsesperioden. Dette gir et utvalg på 89 selskaper over fem år, hvorav 24 er skipsselskap.

Som alle forholdstall er også EKR-målene følsomme for nevnere nær null (her lav bokført egenkapital). Det kan derfor forekomme ekstremverdier som en ikke ønsker skal påvirke de generelle konklusjonene. Dette problemet oppsto også i vårt datamateriale. Største negative EKR-verdi var NFF^D = -6420% (Block Watne i 1989), mens største positive verdi var NFF^D =

1187% (Merkantildata i 1989; samme selskaps $NFF^{D'}$ var for øvrig –1411% året før). For å unngå at analysen påvirkes av slike ekstremverdier har vi derfor valgt å utelukke alle observasjoner hvor tallverdien av NFF^D overstiger 100%. Denne konvensjonen er brukt både i tverrsnittsanalysen for 1989 og i tidsserieanalysen av gjennomsnittsverdiene. Etter disse justeringene varierer *det endelige* utvalget mellom 81 og 86 selskaper over de fem årene (derav skip mellom 20 og 24). Alle EKR-gjennomsnittene er størrelsesveide.

5. Resultater

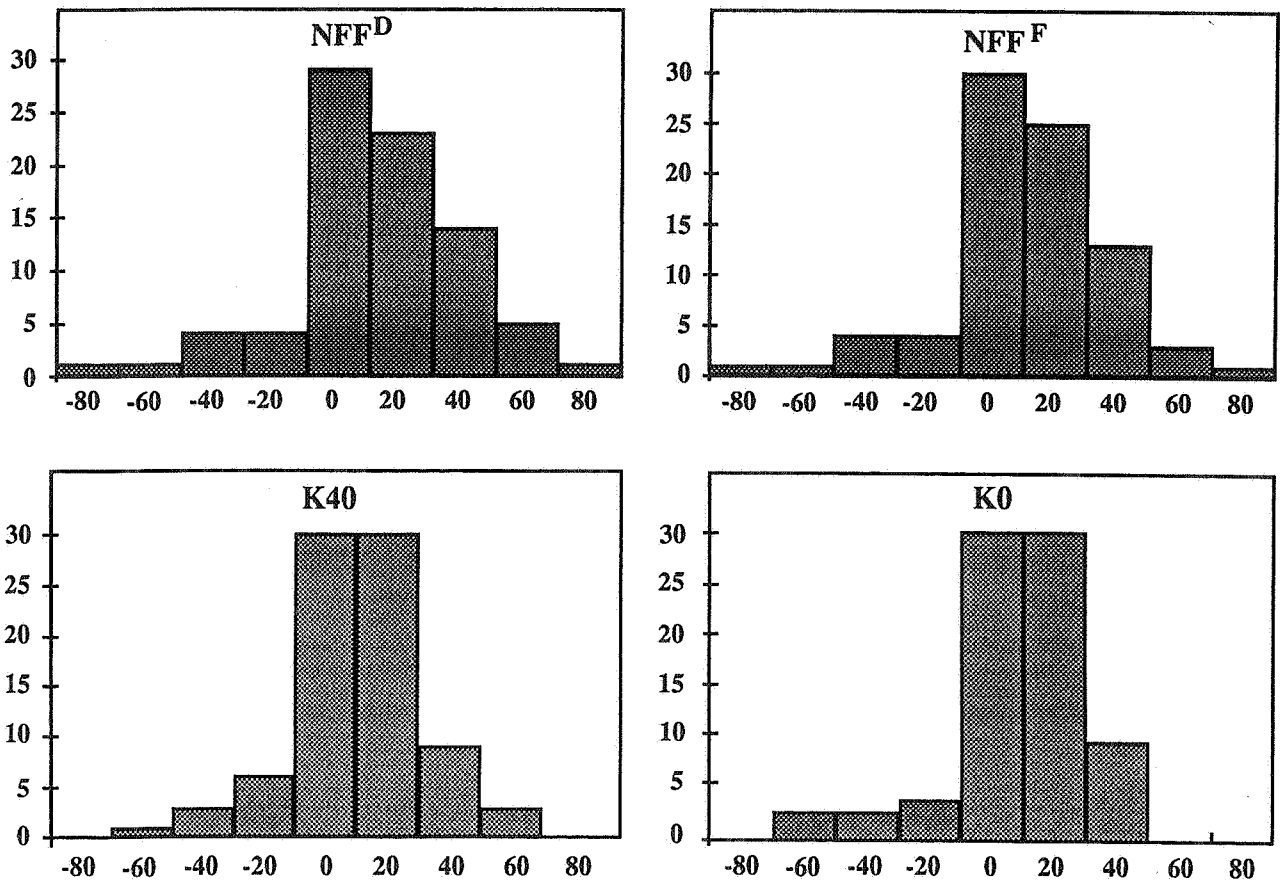
Gjennom uttrykkene (1) og (2) i avsnitt 3 rangerte vi NFF-normene analytisk, både i forhold til hverandre og de to konsistente EKR-målene. Det interessante er imidlertid *hvor mye* NFF^D og NFF^F avviker fra hverandre og fra konsistente EKR-mål. I dette avsnittet skal vi først studere dette nærmere for hele utvalget i 1989, for deretter å undersøke gjennomsnittstallene over hele femårs-perioden. Figur 1 viser hyppighetsfordelingen for alle fire nøkkeltall basert på hele utvalget i 1989.

Vi ser at tyngdepunktet i NFF^D-kurven ligger lenger mot høyre enn NFF^F (dvs. gjennomsnittlig større EKR). Dessuten er spredningen noe større. Sammenlignet med kurven for K0 er både tyngdepunktet lengre mot venstre og spredningen mindre i dette konsistente EKR-målet. Endelig ser vi at K0-fordelingen ligger lenger mot høyre og har lavere spredning enn K40.

Tabell 4 oppsummerer de fire EKR-tallene for 1989, basert på hele utvalget og underutvalgene industri og skip.

Som forventet fra (1) viser gjennomsnittstallene i tabell 4 at $NFF^D > NFF^F > K0$. I tråd med (2) finner vi også $NFF^D > K40$ og $NFF^F > K40$. Rangeringene fra (1) og (2) stemmer også for alle individuelle observasjoner.

Basert på gjennomsnittene er også K0>K40. Dette er imidlertid ikke et systematisk mønster. For 1989 er K40<K0 omtrent like hyppig som K40>K0.



Figur 1 Hyppighetsfordelinger for fire EKS-mål i 1989.

Tabell 4: Nøkkeldata om fire EKR-mål for 1989. Alle tall i prosent

	NFF^D	NFF^F	K40	K0
Hele utvalget				
Gjennomsnitt	23	21	16	16
Standardavvik	17	16	13	12
Min./Maks. verdi	–87/89	–79/78	–65/47	–58/53
Industri				
Gjennomsnitt	22	20	16	16
Standardavvik	17	15	12	11
Min./Maks. verdi	–87/54	–79/49	–65/38	–58/37
Skip				
Gjennomsnitt	30	28	16	22
Standardavvik	25	23	16	17
Min/Maks. verdi	–36/89	–33/78	–53/47	–26/53

Som tidligere kommentert ved figur 1, er spredningen i NFF^D større enn spredningen i NFF^F, som igjen overstiger spredningen i K0 og K40. Forklaringen på dette er at NFF-normene overestimerer tallverdien av EKR. Derfor blir EKR-tallene fra NFF-normene både mer positive og mer negative enn de konsistente målene. Dette illustreres av standardavvikene og av maksimums- og minimumsverdiene i tabell 4.

EKR-tallene for det enkelte selskap kan ytterligere illustrere at valg av nøkkeltallsnorm er viktig. Tabell 5 viser tre eksempler på dette, basert på NFF^F og K40 i 1989.

Tabell 5: NFF^F og K40 for tre utvalgte selskaper i 1989

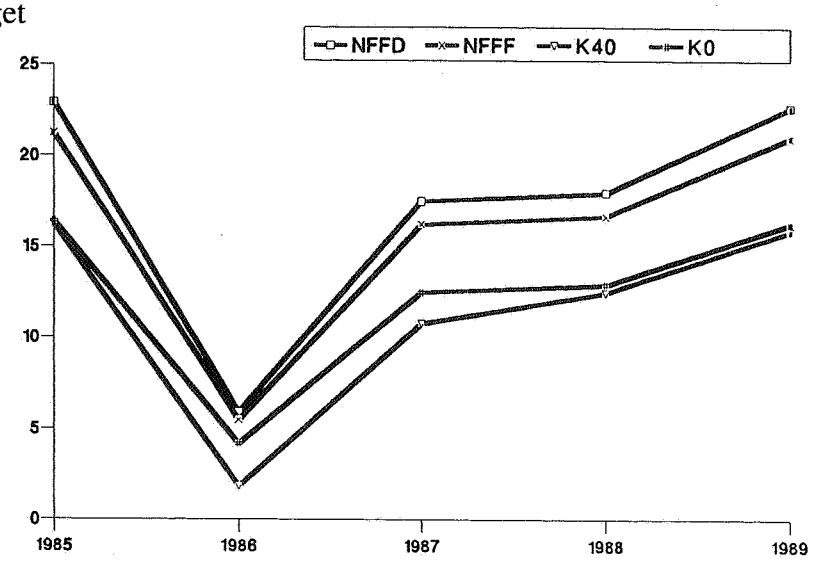
	NFF^F	K40
Stavangerske	10	4
Eiendomsutvikling	2	–7
Rosshavet	–1	2

Sammenlignet med det konsistente K40 kan NFFF overestimere kraftig. *Stavangerske* er her et eksempel, med en overestimering opp i mot 150% (6 %-poeng). Fra tabell 3 ser vi at forskjellen mellom NFFF og K40 skyldes tel-

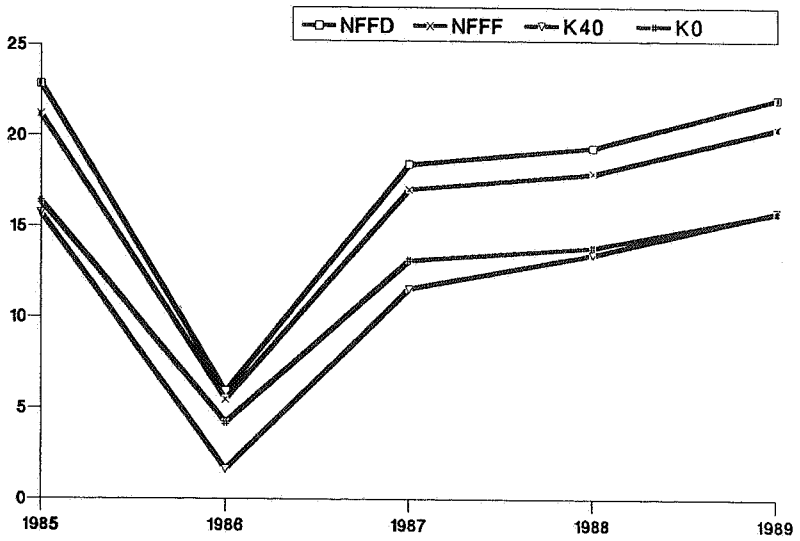
Tabell 6: Prosentvis overestimering for NFF^D og NFF^F i forhold til de to konsistente mål K40 og K0. Tallene i parentes er gjennomsnitt og standardavvik eksklusive 1986.

	1985	1986	1987	1988	1989	Gj.sn.	Std.
$(NFF^D–K40)/K40$	43	220	63	44	43	82 (48)	69 (9)
$(NFF^F-K40)/K40$	31	196	51	34	33	69 (37)	64 (8)
$(NFF^D-K0)/K0$	40	41	40	39	40	40 (40)	0,5 (0,3)
$(NFF^F-K0)/K0$	30	60	30	29	30	30 (20)	0,4 (0,2)

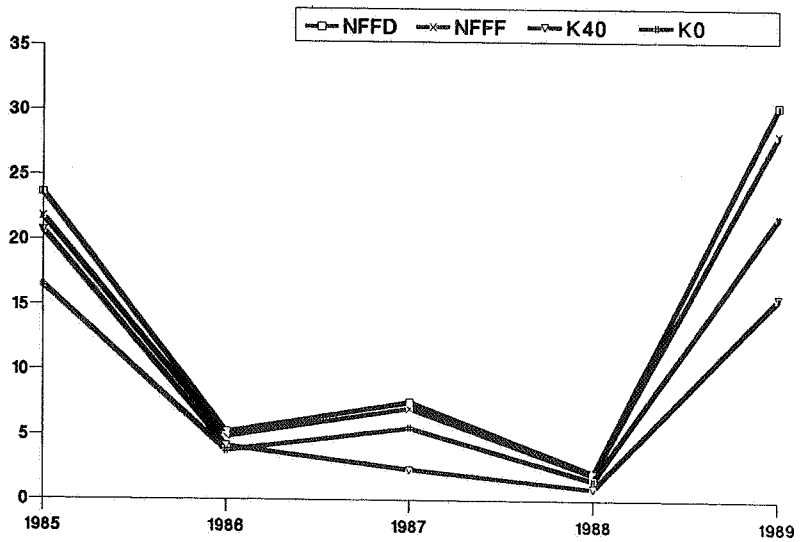
a) Hele utvalget



b) Industri



c)Skip



Figur 2 Gjennomsnittlige EKR-mål i perioden 1985–1989.

leren, hvor K40 tar hensyn til den utsatte skatten av årets endring i UEK. I 1989 var økningen i UEK ca. 50% av resultat før ÅOD i Stavangerske. Dermed overestimeres EKR sterkt av NFF^F når utsatt skatt settes lik null i telleren og lik 40% av UEK i nevneren.

Eiendomsutvikling illustrerer at NFF^F-normens overestimerering kan gi fortegnskift i forhold til K40. Dette skyldes at i Eiendomsutvikling var resultat før ÅOD etter skatt positivt i 1989. Da blir også NFF^F positiv på grunn av positiv teller. K40 blir imidlertid negativ fordi Eiendomsutvikling samme år økte UEK med et beløp som var fire ganger større enn resultat før ÅOD.

Rosshavet er et eksempel på at NFF^F også kan underestimere et konsistent EKR-tall. At NFF^F her blir negativ skyldes at Rosshavets bokførte skattekostnad i 1989 var større enn resultat før ÅOD. K40 blir positiv fordi selskapet reduserte den utsatte skatten (på grunn av negativ ΔUEK) med mer enn det negative resultatet etter bokført skatt.

Etter denne detaljerte gjennomgangen av 1989 går vi over på gjennomsnittstall for hele perioden. Figur 2 viser de fire gjennomsnittlige EKR-målene for hele undersøkelsesperioden både for hele utvalget og underutvalgene.

Et hovedtrekk i figurene er at NFFs eksisterende og foreslåtte EKR-norm følger hverandre nært over tid og ligger på et høyere nivå enn de konsistente EKR-mål. Basert på gjennomsnittstall for utvalgene gjenkjenner vi fortsatt rangeringen av EKR-målene fra (1) og (2) i hele undersøkelsesperioden. Som for enkeltobservasjonene i 1989 er det imidlertid ikke et entydig forhold mellom K40 og K0. I industriutvalget er K0 større enn K40 i alle år unntatt 1989, mens i skip er K0 størst i 1987-1989.

Tabell 6 viser prosentvis feilestimering for NFF^D og NFF^F i forhold til de to konsistente EKR-mål.

På grunn av gjennomgående lave EKR-verdier i 1986 (se figur 2) er overestimeringen spesielt stor i det året. Utelukkes 1986, vil i gjennomsnitt dagens og foreslått *NFF-norm overestimere EKR med ca. 40%*. NFF^F overestimerer noe mindre enn dagens norm; 37% mot K40 og 30% mot K0.

Et annet påfallende trekk er at feilestimeringens variablitet (standardavvik) er mye mindre målt relativt til K0 (ca. 0,3%) enn til K40 (ca. 8%). Dette skyldes at forskjellen i telleren mellom NFF-tallene og K40 slår kraftigere ut enn forskjellen i nevneren mellom NFF-målene og K0.

Også underutvalgene er analysert på tilsvarende måte. For å begrense volumet på tallmessige resultater, nøyer vi oss med å peke på at konklusjonene om feilestimering i totalutvalget også gjelder i underutvalgene.

Til slutt i denne empiridelen nevner vi at gjeldende og foreslått NFF-norm også behandler *utbytte* på en inkonsistent måte. I resultatregnskapet er utbytte en overskuddsanvendelse. Resultatdelen (telleren) i EKR inkluderer derfor utbyttebeløpet. Gjennom et regnskapsmessig prinsipp innført i 1984 blir imidlertid denne overskuddsanvendelsen oppført som gjeld (skyldig utbytte) i balansen. Ved beregning av EKR må derfor utbytte inkluderes som egenkapital i nevneren hvis lønnsomhetsmålet skal være konsistent. I NFFs norm er imidlertid utbytte utelatt som del av egenkapitalen. Derfor blir nevneren for lav og EKR-tallet for høyt i forhold til en konsistent norm når telleren er positiv. Negativ teller gir motsatt effekt.

Hvis K40 og K0 korrigeres ved at utbytte legges til i nevneren, blir de konsistente EKR-tallene påvirket så sant årets utbytte ikke er null. Positiv (negativ) teller gjør at både K0 og K40 blir lavere (høyere) enn før utbyttekorrigeringen. I gjennomsnitt gir imidlertid denne inkonsistensen i NFF-normene liten effekt i vårt materiale. Gjennomsnittstallene for K40 og K0 blir begge ca. 0,5 %-poeng lavere. I tverrsnittsdata for 1989 kommer det maksimale avviket opp mot 2 %-poeng.

6. Resultatene i perspektiv

I denne artikkelen har vi påvist den inkonsistente behandlingen av utsatt skatt i både eksisterende og foreslått beregningsnorm for egenkapitalrentabilitet (EKR). Vi lanserte også to konsistente EKR-mål og tallfestet empirisk avviket mellom disse og de to inkonsistente målene. Regnet som et gjennomsnitt over de siste fem år i norske børsnoterte selskaper blir EKR overestimert med ca. 40% hvis eksisterende eller foreslåtte normer brukes. Dette skyldes at disse EKR-definisjonene antar null utsatt skatt i telleren (årsresultat) og full utsatt skatt i nevneren (bokført egenkapital).

At norsk beregningspraksis for EKR er in-

konsistent er det sikkert flere enn oss som har vært klar over. Likefullt tror vi det er nyttig å få påpekt dette for brukere flest fordi EKR er så hyppig brukt. Dessuten er det viktig å få tallfestet hvor stor betydning inkonsistensen har i et større empirisk materiale. Like fullt finnes det minst tre argumenter mot å legge stor vekt på det vi rapporterer.

For det første kan det anføres at konsistensproblemet neppe ville oppstått dersom norske regnskapsregler hadde tillatt kostnadsføring av utsatt skatt i resultatregnskapet. Så lenge det ikke foreligger konkrete planer om snarlig regelendring, er imidlertid ikke dette argumentet overbevisende.

En annen innvending er at selv med dagens regnskapslovgivning vil problemet etterhvert forsvinne hvis den planlagte skattereformen gjennomføres. Et hovedformål her er som kjent å gradvis fjerne skattekredittene, og regjeringens forslag fra april 1991 forslår full avvikling fra og med 1992 (Ot. prp. nr. 35, 1991–91). Dette argumentet er relevant hva gjelder EKR-beregninger utfra regnskapsdata som vil bli produsert etter reformen, men ikke for perioden før endringene iverksettes. Selv etter endringene vil dessuten alle analyser som baseres på historiske tidsserier støte på problemet med inkonsistent behandling av utsatt skatt i eksisterende og foreslått EKR-norm.

For det tredje kan det hevdes at i forhold til markedsavkastningen på aksjer er EKR et overflødig og ofte misvisende uttrykk for eiernes prosentvise formesendring. Dette er vi enige i, men argumentet har liten kraft fordi de aller fleste norske selskaper ikke er børsnotert. Dessuten er det et faktum at selv i børsnoterte selskaper blir EKR brukt, både av selskapene selv og av eksterne analytikere.

Et siste forhold som gjør inkonsistensproblemet viktig gjelder komparative analyser mellom land. Sammenligninger av EKR mellom f.eks. Norge og Sverige blir misvisende når norske EKR-tall er overestimert på grunn av brudd på kongruensprinsippet i vår EKR-norm. Sverige har riktignok samme regnskapsmessige behandling av utsatt skatt som Norge. Den svenske EKR-normen er imidlertid konsistent i behandlingen av utsatt skatt (SFF, 1990).[2]

Dermed står vi tilbake med den konklusjon at norsk beregningspraksis for EKR berører svært mange i overskuelig fremtid, at eksisterende og foreslått praksis er inkonsistent, og at denne inkonsistensen medfører stor overvurdering av EKR i de fleste tilfeller.

NOTER

1 Denne måten å inkludere minoritetsinteresser på innebærer et såkalt enhetssyn, som er rimelig hvis EKR skal måle prosentvis verdiskapning for samtlige eiere i konsernet (dvs. inklusive minoritetseierne). Hvis poenget er å fokusere på morselskapets aksjonærer, anlegges et såkalt eiersyn. Da trekkes minoritetsinteressene ut både i teller og nevner av EKR. Dette alternativet anbefales av Sveriges Finansanalytikeres Forening.

Uansett er det en svakhet med denne egenkapitaldefinisjonen at minoritetsinteressene kan inneholde minoritetenes andel av ΔUEK. Da blir både telleren og nevneren i EKR overvurdert. Dette vil normalt ikke påvirke EKR i vesentlig grad.

2 SFF anbefaler full skatt av resultat før ÅOD i EKRs teller og full skatt på UEK i nevneren. Skattesatsen er 50% til og med 1990 og 30% i 1991.

REFERANSER

Banken, K. og T. Busch (1986); *Analyse av regnskapet: veien til bedre økonomisk styring*, TANO.

Foster, G. (1986); *Financial Statement Analysis*, Prentice-Hill.

Gibson, C.H. (1982); «Financial Ratios in Annual Reports», *The CPA Journal*, September, 18-29.

Hoff, R. (1989); «Vurdering og analyse av banker», *Praktisk Økonomi* 5, nr. 3, 133-145.

Kinserdal, A. (1990); *Regnskapsanalyse*. Bedriftsøkonomens Forlag.

Knutsen, K. og T. Eklund (1986); *Regnskapsanalyse. Aktiv bruk av regnskapet*. Universitetsforlaget.

Norsk RegnskapsStiftelse (1989); *Foreløpig norsk regnskapsstandard: Ekstraordinære inntekter og kostnader.*

Norske Finansanalytikeres Forening (1988); *Normer for regnskapsoppstilling og bearbeidelse av regnskapsdata.*

Norske Finansanalytikeres Forening (1990); *Høringsutkast, nøkkeltall, pr. 25. august 1990.*

NOS B 924 (1990); *Regnskapsstatistikk 1988. Industri og varehandel.* Statistisk sentralbyrå.

Ot. prp. nr. 35 (1990–91) *Skattereformen 1992.*

Sveriges Finansanalytikers Forening (SFF) (1990); *Finansanalytikernas rekommendationer 1990.*

Østbye, K. (1988); «Debitorstyring i handelsforetak», *Praktisk økonomi* 4, nr. 1, 7-21.

Walsh, J. (1984); *Measuring Business Performance*, The Conference Board.