

## **AVKASTNING I SKIPSFART**

Rederiskatteutvalget (NOU 2006: 4) behandler i kapittel 2.1.2 i sin innstilling lønnsomhetsindikatorer for skipsfartsnæringen. Utvalget konkluderer med at investeringer i utenriks sjøfart har gitt en vesentlig lavere avkastning (kun 2,5 prosent) enn avkastningen som kan oppnås ved alternative plasseringer både innenlands og utenlands. Utvalget bygger denne konklusjonen på tall fra *Nasjonalregnskapet*. Vi dokumenterer nedenfor at Nasjonalregnskapet ikke er en relevant kilde til informasjon om avkastning i skipsfart og at flertallets beregnede avkastning åpenbart er feil.

Andre lønnsomhetsindikatorer (blant annet *Regnskapsstatistikken* og avkastning ved *Oslo Børs*) viser en høy lønnsomhet i skipsfart, også sammenlignet med andre næringer. Lønnsomheten i skipsfart er svært varierende, i samsvar med skipsfarts-markedenes store svingninger. Men selv i perioder med svake markeder, har skipsfarten hatt en tilfredsstillende lønnsomhet.

### **Nasjonalregnskapet er ikke en relevant kilde til informasjon om avkastning i skipsfart**

Rederiskatteutvalget beregner avkastningen i skipsfart anslått til kun 2,6 prosent i perioden 1970 – 2004 basert på Nasjonalregnskapet. Avkastningen i industrien er beregnet til 10,7 prosent. For perioden 1990-2004 finner utvalget om lag tilsvarende avkastning, 2,5 prosent for skipsfart og 11,8 prosent for industrien.

Kapitalavkastningsrater beregnet ut fra nasjonalregnskapet kan ikke benyttes som lønnsomhetsindikator for skipsfart. En viktig svakhet ved Nasjonalregnskapets tall for lønnsomhet i næringen, er at gevinst ved salg av anleggsmidler ikke er inkludert. For industrien betyr dette knapt nok noe idet brukte industrianlegg sjelden omsettes og knapt har særlig annenhåndsverdi. For skipsfart er imidlertid kjøp og salg av skip en viktig del av den normale virksomheten. Internasjonal skipsfart har effektive markeder både for inngåelse av fraktavtaler og for omsetning av skip. Det er nær sammenheng mellom disse markedene. Svingninger i markedet for langsiktige fraktavtaler påvirker prisingen ved omsetning av skip. Rederiene kan velge å ta ut avkastningen i begge markeder. Dermed er det irrelevant å vurdere næringens lønnsomhet bare ut fra inntjening i fraktmarkedene.

Tilsvarende sammenhenger eksisterer også for enkelte andre næringer. For eksempel gir det et dårlig bilde av avkastningen i eiendomsmarkedet dersom gevinst ved salg av eiendommer ikke tas med. Likevel gjør nok store markedssvingninger og real-kapitalens mobilitet og omsettbarehet at svakheten blir satt på spissen i skipsfarts-sammenheng.

Det er også viktig å være klar over at Nasjonalregnskapet i stor grad bygger på usikre og beregnede størrelser. For skipsfarten utgjør ikke minst omsetning av skip ut og inn av Norge mange problemer ved fastsetting av kapitalbeholdning og avskrivninger/-kapitalslit. Det er vanskelig å se at avskrivningene kan beregnes riktig med den informasjonstilgangen SSB har tilgang til ved utarbeidelse av Nasjonalregnskapet.

En enkel rimelighetstest viser for øvrig at avkastningen basert på Nasjonalregnskapet ikke er riktig. Dersom man faktisk hadde hatt bare 2,6 prosent avkastning på totalkapitalen i skipsfartsnæringen gjennom en periode på 35 år (1970-2004), ville egenkapitalen ha forvitret nesten totalt. Gjennomsnittlig rente på statslån har vært  $8\frac{1}{2}$  prosent i perioden. Lån til skipsfartsinvesteringer kan antas å ha vært på om lag 10 prosent. Forutsatt 40 prosent egenkapital (som tilsvarer om lag gjennomsnittet av børsnoterte selskaper), blir avkastningen på egenkapitalen på  $-8\frac{3}{4}$  prosent. Dersom en investor taper  $8\frac{3}{4}$  prosent av kapitalen hvert år i 35 år vil han til slutt bare sitte igjen med 4 prosent av startbeløpet. Det sier seg selv at rederiene enkeltvis og næringen som helhet ikke ville kunne utviklet seg med en lønnsomhet på dette nivået. Selskapsbeskatning ville også knapt nok vært noen relevant problemstilling med en gjennomgående negativ avkastning.

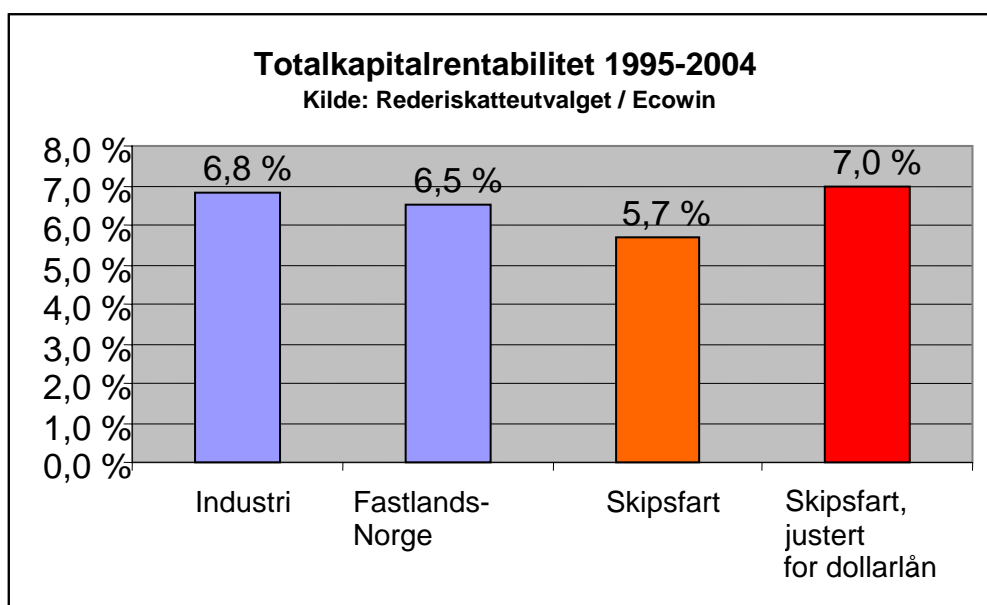
Utvalget mener den påståtte lave lønnsomheten trolig har ”sammenheng med den internasjonale skattefavoriseringen av sjøfart”. En negativ egenkapitalavkastning kan imidlertid vanskelig forklares med internasjonal skattekonkurranse.

### **Regnskapsstatistikken viser at skipsfarten har høy lønnsomhet**

Regnskapsstatistikken for perioden 1995-2004 viser en totalrentabilitet på 5,7 prosent i sjøfart og 6,8 og 6,5 prosent for henholdsvis industrien og Fastlands-Norge.

Et moment som, historisk sett, kan ha bidratt til et noe lavere avkastningskrav på totalkapitalen i skipsfart (sammenlignet med andre norske næringer) er skipsfartens gode tilgang til lån i det internasjonale markedet i en periode med høy rente og knapphet på kapital i Norge. Det aller meste av lån til norsk utenriks skipsfart opptas både historisk sett og også i dag i dollar. I perioden 1971-2004 var renten på 3 måneders statssertifikater 2,8 prosent høyere i Norge enn i USA. En del av renteforskjellen kan skyldes forventninger om svekket kronkurs. Imidlertid har dollaren faktisk svekket seg med i gjennomsnitt 0,5 prosent årlig i perioden. Det innebærer, sett i ettertid, at lån i dollar har vært  $3\frac{1}{4}$  prosent billigere enn lån i kroner. Dette har trolig bidratt til at det ikke har vært nødvendig å stille like høy avkastning til totalkapitalen i skipsfart som i andre norske næringer. Eksempelvis vil en med 40 prosent egenkapital og 60 prosent lån i dollar kunne ha akseptert ca. 1,8 prosentenheter lavere totalkapitalavkastning og likevel få like stor avkastning på egenkapitalen i skipsfart som i næringer med lån i norske kroner. I perioden 1995-2004 (som den perioden utvalget har regnskapsdata for) utgjorde effekten 1,3 prosentenheter for totalkapitalen.

Figuren nedenfor sammenligner total kapitalrentabilitet for industrien, Fastlands-Norge og skipsfart (med og uten justering for tilgang til internasjonal lånekapital).



### Avkastningen på Oslo Børs

En indikasjon på hvordan den reelle avkastningen i norsk skipsfart har vært over en periode, er utviklingen i shippingindeksen på Oslo Børs. Avkastningen var svak i perioden 1995-2003, kun 4,5 prosent. Legger man til ett eller to år til, får man mer enn doblet den gjennomsnittlige årlige avkastningen, og man kommer opp på et meget tilfredsstillende nivå. Dette illustrerer svingningene i skipsfartsmarkedene og de gode markedene man har opplevd de senere par årene.

Avkastningen før 1995 finnes ved å koble utviklingen i den "gamle shippingindeksen" til Oslo Børs med nyere indekser. Det fremkommer da en gjennomsnittlig (geometrisk) årlig avkastning på hele 14,0 prosent. I perioden (særlig i 1983) skjedde en markert reprising av hele Oslo Børs. Det medfører at børsutviklingen kan gi et noe for høyt estimat på den "reelle" avkastningen på egenkapitalen i selskapene. Justert for denne effekten kan vi anslå reell avkastning på egenkapital på norske børsnoterte rederier til 11-12 prosent i den aktuelle 22-årsperioden.

Perioden fra 1970 frem til i dag, sett under ett, har ikke vært spesielt gunstig for eierne i skipfart. Tvert imot har markedet innenfor store segmenter som tank og bulk slitt med ettervirkninger etter massive overinvesteringer på 1970-tallet. I store deler av den aktuelle perioden har det også vært betydelig overkapasitet innfor verftsindustrien globalt. I siste halvdel av 1970-tallet var overkapasiteten hele 30 prosent. Det er vanskelig å finne gode data for avkastningen før 1970. En artikkel av Johan Seland fra 1961 peker på at avkastningen gjennom 1950-årene var klart høyere i skipsfart enn i andre næringer; om lag 6 prosent for skipsfart og bare om lag 3 prosent for resten av økonomien.

## **Fremtidsutsikter**

Mens 1990-tallet var en svak periode for store deler av internasjonal skipsfart, har resultatene siden 2003 vært meget gode. Gjennom de siste tre tiår er balansen i markedet gradvis bedret og nå er det nær full utnyttelse av verftskapasiteten. Dette tilsier at det er mindre fare for press på lønnsomheten i internasjonal shipping pga. ”dumping” av billige nye skip.

Den tiltagende *globaliseringen* og sterk vekst i Sørøst-Asia er viktige årsaker til den sterke utviklingen i internasjonale skipsfartsmarkeder de siste år. Denne utviklingen ser ut til å fortsette med uforminsket styrke i mange år fremover. Samtidig øker kravene til kompetanse og teknologi innenfor alle segmenter av internasjonal skipsfart. Norske rederier har tradisjonelt vært ledende innenfor denne utviklingen, og de står stadig i fremste rekke når det gjelder å utvikle og ta i bruk ny teknologi og logistikk-messige muligheter. Både markedsutsikter og strukturelle endringer tilsier at lønnsomheten for norsk drevet skipsfart vil kunne holde seg på et høyt nivå fremover.