



Sammanfattning

**Ted Aranki, Niclas Olsén
Ingefeldt och Magnus
Thor***

Författarna arbetar på
staben Ekonomisk analys
på FI.

FI-analyserna har
presenterats på ett internt
seminarium på FI. De är
godkända för publicering
av ett redaktionsråd.

*Författarna tackar Henrik
Braconier, Lars Hörngren,
Magnus Karlsson, Anders
Kvist, Stefan Palmqvist,
Mathias Skrutkowski, Viktor
Thell och Annika Zervens
för värdefulla synpunkter.

Icke-finansiella företags skulder har ökat snabbt de senaste femton åren och för bankernas del utgör denna utlåning en betydande andel av deras balansräkningar. Dessutom har kreditförluster kopplade till företagsutlåningen ofta haft en framträdande roll i tidigare finansiella kriser, i Sverige och internationellt. Analysen av risker kopplade till företagens lån är därmed en viktig del i FI:s arbete med finansiell stabilitet. Denna FI-analys beskriver hur sårbarheter från utlåningen till icke-finansiella företag uppstår och varför FI behöver följa dessa för att uppfylla sitt stabilitetsuppdrag.

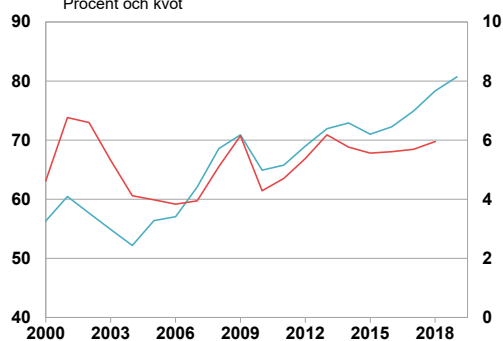
Att företag kan ta upp lån är en del av en effektiv risk- och resursfördelning i ekonomin. En alltför hög skuldsättning kan däremot leda till sårbarheter, både hos företag och inom den finansiella sektorn. Hur sårbarheterna uppstår kan beskrivas med hjälp av de transmissionskanaler som finns mellan den finansiella sektorn och den reala ekonomin. Det är främst omfattande företagsfallissemang och kreditförluster – eller förhöjd risk för sådana – som utgör ett hot mot den finansiella stabiliteten.

För att analysera sårbarheter kopplade till omfattande kreditförluster är det viktigt att förstå hur dessa kan uppstå. Utgångspunkten är FI:s mellanliggande mål för finansiell stabilitet. Bland dessa är det främst målen att begränsa systemriskerna och finansiella obalanser som orsakas av stora skulder samt att begränsa systemriskerna som orsakas av höga exponeringskoncentrationer som är relevanta för analysen av företagen. FI använder indikatorer och stresstester för att följa och kvantifiera sårbarheter och motståndskraft kopplade till företagsutlåningen.



Diagram 1. Snabbt växande skulder

Procent och kvot



— Totala skulder i förhållande till BNP

— Totala skulder i förhållande till rörelseresultat (höger axel)

Källa: SCB.

Anm. Totala skulder avser företagens lån från svenska kreditinstitut och emitterade obligationer och certifikat.

Icke-finansiella företag är viktiga för den finansiella stabiliteten

Finansinspektionen (FI) har bland annat i uppdrag att verka för ett stabilt finansiellt system och att motverka finansiella obalanser på kreditmarknaden. Med finansiell stabilitet menas att det finansiella systemet kan upprätthålla sina grundläggande funktioner både under normala och stressade lägen. Om det finansiella systemet inte fungerar uppstår omfattande ekonomiska och sociala kostnader. I Finansinspektionen (2019) beskriver FI sitt arbete med att upprätthålla stabiliteten. Arbetet inkluderar att identifiera sårbarheter och motståndskraft i det finansiella systemet för att bedöma behov och effekter av olika åtgärder.

De icke-finansiella företagen (fortsättningsvis företagen) spelar en central roll för finansiell stabilitet eftersom en betydande andel av bankernas utlåning går just till företag. Svenska företags skulder har ökat snabbt – både i förhållande till BNP och deras rörelseresultat (se diagram 1). Denna utveckling kan även observeras i flera andra europeiska länder (se ESRB, 2020). Stora och växande skulder gör företagen mer känsliga för störningar. Utbredda problem i företagssektorn kan därmed smitta av sig på bankerna och i förlängningen även rubba den finansiella stabiliteten. Detta har bidragit till en ökad internationell diskussion om riktade makrotillsynsåtgärder som kan motverka riskerna med företagens skulder. Att löpande följa företagssektorn är en viktig del av FI:s arbete.

Syftet med denna FI-analys är att beskriva hur sårbarheter från utlåningen till företag uppstår och på vilket sätt de kan utgöra ett hot mot den finansiella stabiliteten. Detta för att tydliggöra FI:s stabilitetsuppdrag kopplat till företag utifrån ett makroperspektiv.

I beskrivningen om hur sårbarheter uppstår fokuserar vi främst på företagens banklån, eftersom de utgör den tydligaste kopplingen till finansiell stabilitet. Traditionellt har företag till största del tagit upp lån via banker. Men under senare år har marknaden för företagsobligationer vuxit stadigt och spelar numera en viktig roll för företagens finansiering.

Rapporten är disponerad så att det inledande avsnittet sammanfattar vad som påverkar företagets val av finansiering. Sedan följer en beskrivning av olika kopplingar mellan finansiell sektor och real ekonomi (så kallade transmissionskanaler). Den visar hur företag kan påverka, och påverkas av, dessa kopplingar och därmed utgöra en sårbarhet för det finansiella systemet. En slutsats är att omfattande företagsfallissemang och medföljande kreditförluster kan ha stor effekt på finansiell stabilitet. Följande avsnitt beskriver därför övergripande viktiga faktorer som kan påverka omfattningen av förluster från företagskrediter. Avslutningsvis redogör vi för hur en analys av sårbarheter och motståndskraft kopplat till finansiell stabilitet och företag kan genomföras – med stöd av analyser, indikatorer och stresstester.

Företagens val av finansiering

Att förstå drivkrafter och incitament bakom företagens val av finansiering bidrar till analysen av sårbarheter kopplade till företagens lån. Då företag i hög grad är heterogena och verkar inom olika branscher skiljer sig ofta finansieringsvalen.¹ De allra flesta företag har däremot som mål är att maximera värdet för sina aktieägare. Av det följer bland annat en strävan att ha en *optimal kapitalstruktur*, det vill säga att optimera valet mellan att finansiera sig från överskott i verksamheten, direkta tillskott av eget kapital eller genom att ta upp lån.²

I valet mellan eget kapital och lån finns olika för- och nackdelar. Under flera grundantaganden – om bland annat perfekta marknader och att det inte existerar friktioner i form av exempelvis skatter, asymmetrisk information och konkurskostnader – påverkas inte ett företags värde och kapitalkostnad av detta finansieringsval (se Modigliani och Miller, 1958). Det kan ses som en utgångspunkt i företagens val av finansiering.

När antaganden lättas menar andra teorier att kapitalkostnaden påverkas av ett antal faktorer och att valet av finansiering därför spelar roll för ett företags värdering. Enligt *trade-off theory* styrs finansieringsvalet av de olika för- och nackdelar som följer av lån och eget kapital, med fokus på de skattefördelar och konkurskostnader som är förknippade med lån (se Kraus och Litzenberger, 1973). *Pecking order theory* argumenterar för att företag på grund av asymmetrisk information i första hand föredrar internt genererad finansiering, därefter lånefinansiering och allra sist att utöka aktiekapitalet i företaget (se exempelvis Myers och Majluf, 1984). Det saknas däremot starka empiriska belägg för att någon av dessa klassiska teorier i hög grad kan förklara hur företag väljer finansiering.³ Olika för- och nackdelar kan helt enkelt skilja sig åt mellan olika företag, branscher och länder.

Företagsskatter är sannolikt det tydligaste exemplet på en faktor som gynnar lånefinansiering framför eget kapital (se till exempel Heider och Ljungqvist, 2015 och Feld m.fl., 2013). Det följer av att räntekostnader till skillnad från kapitalutdelningar är avdragsgilla från företagens beskattningsbara intäkter.⁴ Denna skattefördel för lånat kapital leder till att ett företags värde kan öka genom ökad skuldsättning. Skatteincitamenten är sannolikt starkare för företag som har stabila vinster över tid – och därmed har större möjlighet att kontinuerligt nyttja avdragen – samt för företag som kan lämna säkerhet i reala tillgångar för sina lån och därmed få lån till lägre räntor.⁵

1 Beskrivningen fokuserar på de företag som utgör störst risk för det finansiella systemet.

2 De teoretiska beskrivningarna i detta avsnitt avser i första hand stora företag då mindre företag i praktiken har en mer begränsad möjlighet i valet av finansiering.

3 Se exempelvis Graham och Leary (2011) för en empirisk översikt kring kapitalstrukturer.

4 För att förbättra den skattemässiga naturaliteten mellan lån och eget kapital i Sverige infördes nya avdragsrättsregler för företag den 1 januari 2019, där ränteavdrag begränsades till 30 procent av EBITDA (Earnings Before Interest and Tax, Depreciation and Amortization).

5 Företag med en hög andel reala tillgångar tenderar också att ha högre skuldsättning än andra företag (se Frank och Goyal, 2009).

En annan påtalad fördel med finansiering genom lån är att denna finansieringsform kräver minst inblandning från investeraren (se Townsend, 1979). Men det finns samtidigt nackdelar med lån jämfört med eget kapital. En sådan är att ett företag med hög belåning kan komma att avstå från lönsamma investeringar eftersom ett positivt utfall från dessa investeringar främst tillfaller befintliga långgivare. Företag med hög belåning kan istället ha incitament att öka risktagandet i sina investeringar beroende på att de befintliga långgivarna skulle stå för en betydande del av potentiella förluster.⁶ Samtidigt ger ett högt risktagande en möjlighet till ett positivt utfall som även tillfaller ägarna – och inte enbart långgivarna. Jensen och Meckling (1976) och Myers (1977) är exempel i litteraturen där företags investeringsincitament på detta sätt påverkas av belåningsgraden. Lamont (1995) för en liknande argumentation och visar hur realekonomin kan påverkas negativt av företag med hög belåning.

Men företagets val av finansieringsform styrs inte enbart av olika friktioner eller av incitament som kommer av belåningen i utgångsläget. Andra faktorer som ett företags storlek, ålder, bransch, tillväxtfas och utvecklingspotential kan också påverka valet av finansiering (se Mac an Bhaird, 2013 och Moritz m.fl., 2016). Samtidigt varierar förutsättningarna över tid, exempelvis på grund av förändrade lagar eller ekonomiska förhållanden.⁷ Det gör att ett företags optimala kapitalstruktur kan förändras över tid.

Transmissionskanaler mellan real ekonomi och finansiell sektor

De så kallade transmissionskanalerna är en viktig del i att förstå hur företags lånefinansiering kan påverka finansiell stabilitet.⁸ Vi har valt att fokusera på de kanaler som är mest relevanta för störningar från företag till det finansiella systemet. Dessa kanaler förklarar hur en störning som startar i den reala ekonomin påverkar det finansiella systemet. Likaså hur det finansiella systemet kan förstärka en sådan störning. Storleken på effekten av en störning varierar beroende på bland annat var i kredit- och konjunkturcykeln som ekonomin befinner sig.

KANALEN VIA FÖRETAGENS BALANSRÄKNING

Den första kanalen utgår från företagets balansräkningar.⁹ Den verkar via det påslag (så kallad extern finansieringspremie) som är en del av den kostnad som företagen betalar för lån. Finansieringspremien uppkommer främst på grund av asymmetrisk information mellan låntagare och långgivare. Långgivaren kan inte fullt ut bedöma

6 Finansiella åtaganden (eng. financial covenants) i låneavtal är ett sätt att hantera sådana konflikter, genom att begränsa en låntagares handlingsfrihet och stärka långgivarens kontroll (se Smith och Warner, 1978).

7 Exempelvis kan statliga interventioner (i form av ekonomiskt stöd) vid kriser förändra incitamenten och påverka företagets val av finansieringsform.

8 Se Basel Committee on Banking Supervision (2011) för en mer omfattande genomgång av litteraturen kring de olika kanalerna mellan finansiell sektor och real ekonomi.

9 Se till exempel Bernanke och Gertler (1989), Kiyotaki och Moore (1997) och Mishkin (1997) för en utförlig beskrivning av mekanismerna bakom kanalen om låntagarnas balansräkningar.

låntagarens ekonomiska situation och de risker som denne möter.¹⁰ Att banker ofta tar säkerheter för lån minskar men tar inte bort denna osäkerhet helt. Det beror på att värdet av en tillgång kan vara lättare att bedöma än företagets ekonomiska situation. Finansieringspremien utgör en kompensation för den kvarstående risken. Sammantaget beror premiens storlek till stor del på företagets möjligheter att ställa säkerheter som minskar osäkerheten kring den långsiktiga kreditvärdigheten. Ju högre kreditvärdighet desto lägre finansieringspremie.

Vid en ekonomisk störning kan lönsamheten och värdet på företagets tillgångar minska samtidigt som skulderna förblir desamma. Det försvagar företagets finansiella ställning, vilket innebär en risk för att långivarnas kreditförluster ökar. Om kreditförlusterna ökar har det en negativ effekt på långivarnas kapital och lönsamhet. Lägre tillgångsvärden innebär dessutom att företag i mindre utsträckning kan erbjuda säkerheter till långivarna för att kompensera för förlustrisken (se Bernanke och Gertler, 1995). Långivarna kan till följd av detta skärpa säkerhetskraven för lån eller kräva högre låneränta för att täcka upp för den utökade kreditrisken.

Det beskrivna scenariot kan innebära stora konsekvenser för företag i form av minskad tillgång till lån eller en högre lånekostnad (se Ehrmann och Fratzscher, 2004). En kreditåstramning och dyrare lån kan medföra en lägre investeringstakt och en minskad efterfrågan på arbetskraft. Om företag även får problem att refinansiera befintliga lån, kan det resultera i ytterligare ökade fallissemang och kreditförluster för långivarna.

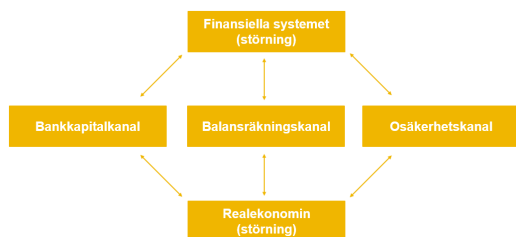
KANALEN VIA BANKERNAS BALANSRÄKNING

En annan viktig transmissionskanal är kanalen via bankernas balansräkningar (bankkapitalkanal). Banker är exponerade mot olika typer av risker, till exempel likviditets-, operationell-, ränte- och kreditrisk. Om bankernas balansräkningar försvagas, till följd av att någon av dessa risker materialiseras, kan det påverka utlåningen till den privata sektorn. Denna kanal har en nära koppling till företagets balansräkningskanal eftersom en försämrad lönsamhet och svagare balansräkningar hos företagen har en direkt effekt på bankerna via större kreditförluster och ökade kapitalkrav till följd av förhöjda kreditrisker (se Basel Committee on Banking Supervision, 2011 och Stein, 1998). Medan balansräkningskanalen för företagen främst påverkar företagets finansieringskostnader, verkar bankkapitalkanalerna i första hand via kreditutbudet. Kopplingen mellan kanalerna har föranlett att de tillsammans brukar kallas *the financial accelerator* (se till exempel Bernanke och Gertler, 1995).

Banker behöver uppfylla vissa regulatoriska krav på eget kapital. Vid en ekonomisk störning som leder till förluster kan en eller flera bankers egna kapital minska. Om banker får problem med att uppfylla sina kapitalkrav kan de tvingas att minska sin kreditgivning eller försöka höja marginalerna på utlåningen.¹¹ Omfattande problem hos

¹⁰ Låntagare kan ha incitament att ta på sig större risk än vad som ligger i långivarens intresse, samtidigt som långivaren kan ha svårt att fullt ut begränsa hur mycket risk en låntagare tar på sig (se Hubbard, 1990).

¹¹ Banker, liksom företag, finansierar sig med externt lånat kapital (till exempel bostadsobligationer) och möter också en extern finansieringspremie. Eftersom bankernas

Diagram 2. Transmissionskanaler mellan
realekonomi och finansiell sektor

Källa: FI.

Anm. Diagrammet beskriver hur det finansiella systemet och
realekonomin samverkar, via transmissionskanaler, vid
störningar.

många företag, vilka leder till stora kreditförluster, är ett hot mot den finansiella stabiliteten. En högre utlåningsränta och kreditåstramning leder även till en lägre aggregerad efterfrågan som kan orsaka eller förstärka ett negativt realekonomiskt förlopp. Finansiella och reala obalanser kan på så sätt förstärka varandra.

OSÄKERHET PÅVERKAR FÖRETAGEN OCH DE FINANSIELLA MARKNADERNA

Antony och Broer (2010) och Finansdepartementet (2014) lyfter även fram den så kallade osäkerhetskanalen, som förklarar hur företag reagerar på ökad risk. En ökad risk återspeglas i en ökad volatilitet på de finansiella marknaderna, exempelvis genom stora svängningar i tillgångspriser, växelkurser och räntor.¹² När omvärlden är osäker ställer företag i högre grad in, eller skjuter upp, sina investeringar. Ökad osäkerhet gör att värdet av att vänta med att låsa medel i en investering ökar.

Ett uttryck för denna osäkerhetskanal är Minskys hypotes om finansiell instabilitet (se Minsky, 1992). Den kan sammanfattas som att en längre period av finansiell stabilitet leder till ett ökat risktagande i ekonomin, vilket även inkluderar kreditgivning. Därmed blir det finansiella systemet mer känsligt för störningar, vilket ökar risken för stora kreditförluster. Empiriska studier som Schularik och Taylor (2012) och Baron och Xiong (2017) har även visat att en ökad optimism ökar sannolikheten för en finansiell kris. Danielsson m.fl. (2018) finner bland annat att långvariga perioder med låg volatilitet leder till en överdriven, och mer riskfylld, kredituppbbyggnad i det finansiella systemet. Det indikerar att låg volatilitet leder till ett ökat aggregerat risktagande i ekonomin, något som i sin tur ökar sannolikheten för en finansiell kris. Geanakoplos (2010) beskriver hur möjligheten att belåna tillgångar ökar under längre perioder av ekonomisk uppgång, vilket bidrar till uppbyggnaden av så kallade tillgångsbubblor.

FÖRETAGSFALLISSEMANG OCH KREDITFÖRLUSTER KAN HA STOR PÅVERKAN PÅ FINANSIELL STABILITET

De beskrivna transmissionskanalerna visar hur det finansiella systemet och realekonomin samverkar, samt hur företag påverkas av eller kan påverka detta förlopp (se diagram 2). En viktig slutsats är att omfattande företagsfallissemang och kreditförluster, eller en tydligt ökad risk för sådana, kan ha stor påverkan på finansiell stabilitet. Om många företag får lägre kreditvärdighet till följd av försämrad lönsamhet kan det leda till att de lagfästa kapitalkraven för företagsexponeringar ökar kraftigt. Speciellt om bankerna har stora exponeringar mot de företag som är värst drabbade. Samtidigt riskerar bankers reserveringar för kreditförluster att skjuta i höjden, vilket tär på det kapital bankerna har för att uppfylla kapitalkraven. Även likviditetsproblem kan uppstå genom störningar i bankernas egen finansiering. Som beskrivs ovan bidrar en sådan utveckling till att

finansieringspremie återspeglas i kostnaden och tillgängligheten av banklån till hushåll och företag, innebär en minskning av bankernas kapital, lönsamhet eller ökad osäkerhet en ökad finansieringskostnad. Det påverkar i sin tur kostnaden för lån som företag får och därmed även den ekonomiska aktiviteten.

¹² En ökad volatilitet på de finansiella marknaderna kan tyda på förväntningar om lägre tillgångsvärden, intjäning – och därmed försämrad återbetalningsförmåga – eller lägre framtida vinster hos både finansiella och icke-finansiella företag.

företag, och även hushåll, möter kreditåttstramningar och dyrare lån. Detta kan förstärka en pågående ekonomisk nedgång.

Omfattande kreditförluster kan leda till finansieringssvårigheter för bankerna och i förlängningen till att banker hamnar i kris. Mot bakgrund av att de svenska bankerna är starkt sammankopplade, kan problem i en bank snabbt sprida sig till andra banker och därmed hota hela det finansiella systemet.

Företag i tidigare finansiella kriser

Företag har ofta varit centrala i tidigare finansiella kriser.¹³ I vissa fall har de varit en starkt bidragande orsak till att en kris uppstått. I andra fall har de påverkats negativt av en kris vilket resulterat i att de förstärkt befintlig oro på de finansiella marknaderna och en pågående ekonomisk nedgång.

Vissa branscher har historiskt oftare bidragit till kriser än andra. Ett exempel är de kommersiella fastighetsföretagen som stod i centrum under den finansiella krisen i Sverige i början på 1990-talet.¹⁴ Denna kris föranleddes av en överhettad ekonomi som i kombination med avregleringar på bland annat kredit-, ränte- och valutamarknaderna under 1980-talet, bidrog till snabbt stigande skulder och fastighetspriser. När realräntorna sedan steg, i samband med en global ekonomisk nedgång, utlöstes ett betydande prisfall på kommersiella fastigheter.¹⁵ Då många fastighetsföretag fick svårt att refinansiera sina lån behövde de snabbt sälja sina tillgångar. Det förstärkte den pågående negativa spiralen av fallande tillgångspriser och många företags balansräkningar urholkades, vilket ledde till konkurser. Sammantaget fick flertalet banker kapital- och likviditetsproblem till följd av omfattande kreditförluster.

Även den globala finanskrisen (2008–2009) föregicks av en lång period av ökat risktagande och en överdriven skulduppbyggnad runt om i världen.¹⁶ Låntagares höga skuldsättning innebar att sårbarheter byggdes upp inom det finansiella systemet. En ökad konkurrens på kreditmarknaden, perioden innan krisen bröt ut, innebar att banker blev mindre strikta i sin kreditgivning och ökade risknivån i sin utlåning. När krisen slog till, utlöst av så kallade *sub prime*-lån på den amerikanska bolånemarknaden, uppstod omfattande problem med finansiering för banker runt om i världen. För företagen innebar krisen, förutom finansieringssvårigheter och kraftigt höjda riskpremier, minskade intäkter och i vissa branscher svårigheter att betala sina lån.

Jämfört med 1990-talskrisen var kreditförlusterna förhållandevis begränsade för svenska banker. För ett antal andra europeiska länder, såsom Irland, Spanien och Island, uppstod däremot betydande

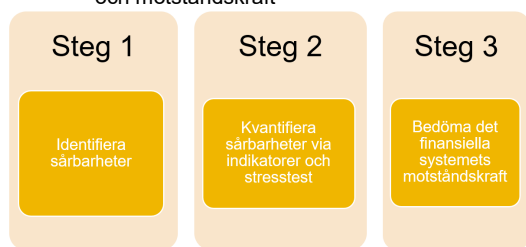
13 Reinhart och Rogoff (2009) beskriver ett stort antal finansiella kriser runt om i världen utifrån ett mycket långt tidsperspektiv. Se även SoU 2013:6 för en sammanfattande beskrivning av finansiella kriser i Sverige och ett antal andra länder.

14 Kommersiella fastigheter var även i centrum i övriga Norden och i USA i början av 1990-talet, i vissa asiatiska länder i slutet av 1990-talet, samt i USA och ett antal EU-länder under den finanskrisen 2007-2009 (se till exempel Englund, 1999; Herring och Wachter, 1999; Kim, 2004; och Kragh-Sørensen och Solheim, 2014).

15 För mer information om 1990-talskrisen i Sverige se exempelvis Wallander (1994).

16 Det drevs inte enbart av företag utan även av finansiella företag och hushåll.

Diagram 3. Ansats för att bedöma sårbarheter och motståndskraft



Källa: FI.

Anm. Diagrammet beskriver hur en analys av sårbarheter och motståndskraft kopplat till kreditförluster från utlåningen till företag kan genomföras.

problem i banksystemen. På en aggregerad nivå bestod europeiska bankers nödlidande lån till stor del av företagslån (se ESRB, 2019).¹⁷

Sårbarheter och motståndskraft kopplat till finansiell stabilitet och företag

En slutsats i föregående avsnitt var att ett potentiellt hot mot finansiell stabilitet, som skulle uppstå från skuldsättningen hos företag, i första hand kan härledas från omfattande kreditförluster – eller från en tydligt förhöjd risk för sådana. Att löpande följa företagens finansiella styrka och hur de kan påverka bankerna är därför en viktig del av FI:s tillsynsuppdrag.

Finansiell regelgivning och tillsyn delas ofta upp i en mikro- och en makrodimension.¹⁸ I mikrodimensionen ligger fokus på att övervaka och vid behov vidta åtgärder gentemot de enskilda aktörer och marknader som FI har tillsyn över (mikrotillsyn). Makrotillsynen syftar primärt till att motverka sårbarheter som uppstår i det finansiella systemet som helhet, dvs. den fokuserar på systemrisk.

Fokus i denna FI-analys ligger på systemrisk, därmed har den i första hand ett makroperspektiv. Samtidigt såväl överlappar som samspelar mikro- och makrotillsyn med varandra. Ett sådant exempel är att koncentrationsrisker lämpligen analyseras både ur ett makro- och mikroperspektiv. Det med anledning av att svenska banker tenderar att ha likartade låneportföljer och att problem i en enskild större bank lätt kan sprida sig till andra banker i ett sammanlänkat system.

En analys av sårbarheter och motståndskraft kopplat till kreditförluster från utlåningen till företag kan genomföras i tre steg (se diagram 3).¹⁹ I ett första steg identifierar vi de sårbarheter i företagen som kan leda till omfattande fallissemang med efterföljande kreditförluster. Utifrån det tar vi fram lämpliga indikatorer och stresstest för att följa sårbarheter över tid (steg 2). Med stöd av dessa indikatorer och stresstest – tillsammans med kvalitativa expertbedömningar – analyserar vi hur bankernas exponeringar mot företagssektorn påverkar den finansiella sektorns motståndskraft (steg 3).

OMFATTANDE FÖRETAGSFALLISSEMANG KAN UPPSTÅ VID STÖRNINGAR

Att vissa företag går omkull är en naturlig del av ekonomin. Sådana fallissemang, med potentiellt medföljande kreditförluster för banker, innebär i normalfallet inte ett hot mot den finansiella stabiliteten. Större ansamlingar av företagsfallissemang, som ofta beror på någon

¹⁷ När låntagare bryter sina lånevillkor uppstår nödlidande lån, vilket påverkar bankers lönsamhet negativt och kan leda till kreditförluster. Litteraturen beskriver att konjunkturnedgångar och negativa tillgångsprischocker ofta har störst betydelse för volymen av nödlidande lån (se till exempel Salas och Saurina, 2002; Espinoza och Parasad, 2010; och Kjosovski och Petkovski, 2017). I högkonjunktur tenderar låntagares förmåga att ta lån att öka. När tillväxten avtar, och företagens intäkter och tillgångar minskar, riskerar låntagare att få svårt att återbetala lån. Därmed ökar andelen nödlidande lån i banksystemet.

¹⁸ Finansinspektionen (2019) och Braconier och Palmqvist (2017) beskriver dessa dimensioner mer ingående.

¹⁹ Dessa steg speglar de två första stegen i FI:s policycirkel (se Finansinspektionen, 2019).

form av kraftig störning, kan däremot resultera i stora kreditförluster som kan skapa finansiell instabilitet.

Störningar som uppkommer från konjunktursvängningar är relativt vanliga och de påverkar de allra flesta företag oavsett bransch. En negativ efterfrågechock minskar som regel företagets intjäningsförmåga och försvagar deras ekonomiska ställning. Andra störningar kan till exempel vara ändrad lagstiftning (som skatter eller regleringar), naturkatastrofer, räntechocker eller ökad osäkerhet (allmänt eller mot en specifik sektor). Dessa risker är, liksom risker från konjunktursvängningar, svåra för långivare att diversifiera sig mot.

Tekniska innovationer, där vissa företag slår ut andra med äldre teknik eller affärsmodeller, är en annan typ av störning. Innovationer skapar strukturomvandlingar och förändrar marknadsförutsättningarna, vilket även det är en naturlig del i en växande ekonomi. En annan liknande störning är globaliseringen där många företag möter en ökad konkurrens från företag som kommer från, eller har omlokaliserat sin produktion till, länder med lägre kostnader. Oftast kan det finansiella systemet hantera dessa typer av förändringar.

Ibland har strukturomvandlingar eller ändrade marknadsförutsättningar skett snabbt och inneburit att många företag eller en hel sektor fått stora problem. Det är framförallt sådana förändringar som kan orsaka finansiell instabilitet. Ett exempel är krisen på den svenska kommersiella fastighetsmarknaden i början på 1990-talet som resulterade i stora kreditförluster och problem för bankerna.²⁰ Mot denna bakgrund är det viktigt att beakta vilka faktorer som kan leda till omfattande kreditförluster vid en marknadsstörning.

FAKTORER SOM KAN PÅVERKA OMFATTNINGEN AV KREDITFÖRLUSTER

Det är svårt att på förhand veta hur omfattande störningar det skulle krävas för att hota den finansiella stabiliteten. Detta kan variera beroende på storleken och motståndskraften hos både enskilda aktörer och det finansiella systemet som helhet. Sannolikheten för kreditförluster som kan hota den finansiella stabiliteten är högre om en eller flera banker har en mindre diversifierad kreditportfölj eftersom det ökar bankernas sårbarhet.

Låg diversifiering uppstår från olika typer av koncentrationer i bankers utlåningsportföljer (se BCBS, 2006 och Riksgälden, 2020 för liknande beskrivningar). Här avses både enskilda bankers portföljer och situationer där flera banker har liknande exponeringar, vilket är ett exempel på behovet av ett kombinerat mikro- och makroperspektiv. Utöver koncentrationsrisker påverkar företagets känslighet för konjunktursvängningar storleken på kreditförlusterna vid en ekonomisk nedgång. En hög känslighet bidrar till att kreditförluster kan samvariera mellan olika sektorexponeringar.²¹ Det är ofta en

20 Även om 90-talskrisen föranleddes av ett flertal faktorer över tid, resulterade dessa till att marknadsförutsättningarna på den kommersiella fastighetsmarknaden plötsligt förändrades.

21 I sammanhanget påverkar även utlåningsportföljernas generella kreditvärdighet. Ju lägre kreditvärdighet i en koncentrationsrisk, desto mer torde kreditförluster samvariera med en negativ ekonomisk chock. Det är därför viktigt att en del av analysen har ett mikroperspektiv för att få en indikation på hur stark eller svag elasticiteten mellan BNP och kreditförluster kan vara, givet den generella kreditvärdigheten i utlåningen.

kraftigt vikande konjunktur, i kombination med att en eller flera portföljkoncentrationer drabbas särskilt hårt av nedgången, som leder till omfattande kreditförluster. Nedan redogör vi för tre typer av koncentrationer i bankers utlåningsportföljer som är viktiga att beakta för att identifiera sårbarheter som kan leda till omfattande kreditförluster.

Namnkoncentrationer

Namnkoncentrationer i banker uppstår om ett eller ett begränsat antal enskilda engagemang är stora i förhållande till den totala utlåningen och till det egna kapitalet. Därmed skulle det kunna vara tillräckligt att ett fåtal företagsengagemang fallerar för att en bank ska få kreditförluster som är tillräckligt stora för att skapa problem. Sådana stora namnkoncentrationer är mindre vanligt förekommande i större banker och i stora finansiella system (se BCBS, 2006). Det beror delvis på att namnkoncentrationer i de flesta länder är begränsade av reglering. Men också på grund av att det i normalfallet ligger i bankers intresse att undvika sådana, just för att de utgör en risk.

Affärsmässigt nära kopplingar

Omfattande kreditförluster kan även uppstå genom spridningseffekter mellan företag på grund av affärsmässigt nära kopplingar. Sådana förekommer om flera företag i samma bransch, eller i olika men nära länkade branscher, påverkas negativt av samma faktorer på grund av ekonomiska eller juridiska kopplingar. Det kan till exempel uppstå om flertalet företag ingår i samma leverantörskedja. Sker ett fallissemang i ett företag i en större leverantörskedja kan det därför sprida sig till övriga företag.

Sektorkoncentrationer

Sektorkoncentrationer uppstår när ett stort antal exponeringar inom samma bransch eller geografiska område blir betydande i förhållande till en banks totala utlåning och egna kapital. Företag i samma bransch påverkas ofta på ett liknande sätt vid störningar. Därmed kan stora kreditförluster uppstå om en bransch av någon anledning drabbas hårt. De flesta banker, och banksystem, har av naturliga skäl även en geografisk koncentration i sin hemmamarknad. Geografiska koncentrationer kan även förekomma utanför det egna landet.²² Som ett exempel kan nämnas några av de svenska storbankernas verksamheter i andra europeiska länder (som Baltikum). Det innebär att en kraftig ekonomisk nedgång i en viss region eller ett visst land kan ge upphov till betydande kreditförluster om en banks exponeringar är geografiskt koncentrerade.

FÖRÄNDRING I FÖRETAGENS FINANSIERINGSSTRUKTUR

Företag har möjlighet att finansiera sin verksamhet på olika sätt. Det kan ske genom aktiekapital och interna medel, eller genom olika typer av lånefinansiering. Historiskt har lån från banker utgjort majoriteten av företagets lånefinansiering. Men i takt med att finansiella marknader har utvecklats har fler finansieringsalternativ uppstått och fördelningen mellan olika lån förändrats. År 1998 bestod ungefär 83 procent av företagets lån av banklån. Den andelen har minskat till ungefär 60 procent 2020. Istället finansierar sig företag i dag i allt

²² Samtidigt kan geografiska koncentrationer utanför hemlandet innebära en diversifiering på portföljnivå.

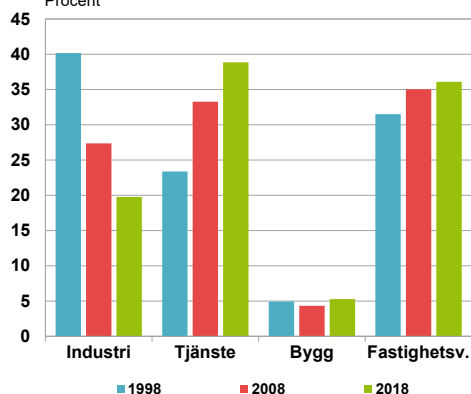
Tabell 1. Andel företag som har banklån

Antal och procent		
Kategori	Antal företag	Andel med banklån
Stora	1 695	65
Medelstora	5 301	62
Små	28 397	55
Mikro	570 539	13
Totalt	605 932	16

Källa: Bisnode (Serranodatabasen)

Anm. Avser enbart aktiebolag, 2018. Företagen är klassificerade enligt EU:s storleksdefinition.

Diagram 4. Fördelning av företagens banklån
 Procent



Källa: Bisnode (Serranodatabasen)

Anm. Avser fördelning av företagens lån från kreditinstitut som därmed reflekterar bankernas exponeringar. Detta är däremot ett urval av alla företag i Sverige. Här ingår enbart aktiebolag och SNI-sektorerna K, O, T och U är exkluderade. Därmed ingår till exempel inte bostadsrättsföreningar som annars inkluderas i gruppen Fastighetsverksamhet.

större utsträckning med obligationer. Det beror bland annat på att fler företag har tillgång till obligationsmarknaden och att kostnaden för obligationslån sjunkit mer än banklånen de senaste åren i takt med det låga ränteläget.²³

Sett till antal är det relativt få företag som har banklån, 16 procent (se tabell 1). Det beror på att så kallade mikroföretag, som 2018 utgjorde 94 procent av alla företag i Sverige, oftast inte har banklån utan i stor utsträckning finansierar sig på andra sätt, främst med eget kapital. Stora företag stod för ungefär två tredjedelar av de totala banklånen som var ungefär 2 400 miljarder kronor 2018.

Kreditexpansionen och förskjutningen av kreditgivningens struktur innebär att bankernas exponeringar, kreditrisk och sårbarheter kopplade till företagslån, har förändrats. År 1998 var drygt 40 procent av bankernas företagsexponeringar till industrisektorn (se diagram 4). Det kan jämföras med ungefär 20 procent 2018. I stället har tjänstesektorn och fastighetssektorns andelar ökat. Utvecklingen har drivits på av strukturomvandlingen från ett industrisamhälle till ett tjänstesamhälle. Därmed utsätts bankerna i dag för delvis annorlunda risker jämfört med tidigare. Dessutom har en allt mer marknadsbaserad kreditgivning skapat mer diversifierade finansieringsformer för svenska företag. Fler långgivare innebär en större riskspridning i det finansiella systemet, vilket är positivt för stabiliteten. Men en allt mer marknadsbaserad kreditgivning kan också ha konsekvenser för den finansiella stabiliteten. Det beror på om marknadsfinansiering gör kreditutbudet mer eller mindre stabilt vid en kris.²⁴ Den svenska obligationsmarknaden är relativt liten och har begränsad likviditet. Det talar för att den i dag bidrar till att göra kreditutbudet mer instabilt (se Becker m.fl., 2020). Stora problem på företagsobligationsmarknaden kan sprida sig till realekonomin och påverka det finansiella systemet (se Wollert, 2020).

BEDÖMNING AV SÅRBARHETER OCH MOTSTÅNDSKRAFT

De föregående avsnitten har beskrivit hur företagen kan utgöra en sårbarhet för det finansiella systemet. Nästa steg är att analysera de sårbarheter som kan identifieras i utlåningen till företagssektorn. Därefter ska sårbarheten bedömas mot systemets motståndskraft.

För att analysera och följa risker kopplade till företagsutlåning använder FI indikatorer av sårbarheter inom olika områden.²⁵ FI följer dessa över tid och använder informationen i bedömningen av hur väl FI:s mellanliggande stabilitetsmål uppfylls.²⁶ För företagsutlåningen

23 I takt med lägre räntor, från centralbankernas köp av statsobligationer, har placerare sökt sig till andra finansiella tillgångar där avkastningen är högre. Den högre efterfrågan från placerare har medfört att företag betalar en lägre riskpremie utöver den riskfria räntan för obligationsutgivningen. Det har ytterligare bidragit till att villkoren varit gynnsamma på obligationsmarknaden jämfört med banklån.

24 Det finns forskning som tyder på att utbudet av företagskrediter från kapitalmarknaderna i USA och euroområdet har bidragit till att stabilisera kreditutbudet under kriser (se Becker och Ivashina, 2014 och Becker och Ivashina, 2018).

25 Se Finansinspektionen (2019) för en djupare beskrivning av FI:s arbete med sårbarhetsindikatorer.

26 För att konkretisera arbetet med stabilitetsuppdraget har FI identifierat fyra mellanliggande stabilitetsmål; (i) Begränsa systemriskerna från eller konsekvenserna av incitament som ger ett för högt risktagande; (ii) Begränsa systemriskerna och finansiella obalanser som orsakas av

är det i första hand två av stabilitetsmålen som är aktuella; (i) begränsa systemriskerna och finansiella obalanser som orsakas av stora skulder, och (ii) begränsa systemriskerna som orsakas av höga exponeringskoncentrationer.

En svårighet i utformningen av indikatorer är att det finns många olika typer av företag och aggregerade mått kan därmed bli missvisande. Vissa indikatorer behöver därför vara specifika för olika sektorer. Men analysen och indikatorerna kan också vara på en övergripande nivå med tematiska nedslag. Sammantaget ska de fånga utvecklingen hos företagen (balansräkningskanalen), långivarna (bankkapitalkanalerna) och på finansmarknaderna (osäkerhetskanalen).

Indikatorer för att fånga utvecklingen hos företagen bör täcka in tillgångsvärden, skulder och betalningsförmåga. För långivarna handlar det främst om indikatorer som mäter koncentrationsriskerna från företagsutlåningen och vilka konsekvenser dessa kan ha på långivarnas balans- och resultaträkningar i händelse av en störning. Stresstester är en ansats för en sådan utvärdering. Indikatorer för finansmarknaderna behöver fånga osäkerhet genom till exempel volatilitet i finansiella tillgångar och prissättning av risk.

Som ett komplement till sårbarhetsindikatorer kan stresstester användas.²⁷ Det är ett verktyg för att analysera hur sårbara företag är vid allvarliga ekonomiska störningar och hur dessa företag kan påverka bankernas balansräkningar via ökade kreditförluster. Detta avser både direkta kreditförluster via företagskonkurser och ökade förlustreserveringar när den aggregerade kreditrisken ökar i utlåningsportföljerna.

Indikatorer och stresstest används för att följa och mäta sårbarheterna hos företag, och i det finansiella systemet.²⁸ Storleken på de identifierade sårbarheterna sätts sedan i relation till bedömd motståndskraft hos företag respektive finansiellt system. Ett exempel är stresstester för banker som ger en indikation på om det finns tillräckligt stora kapitalbuffertar i banksystemet. Om sårbarheterna bedöms vara alltför höga – eller motståndskraften för låg – behöver åtgärder vidtas. Utifrån situationen behöver rätt åtgärd identifieras för att hantera den enskilda sårbarheten eller öka det finansiella systemets motståndskraft.²⁹

stora skulder; (iii) Begränsa systemriskerna som orsakas av löptidsobalanser och bristande marknadslikviditet; (iv) Begränsa systemriskerna som orsakas av höga (direkta och indirekta) koncentrationer av exponeringar.

27 Stresstester kan utformas och användas på olika sätt. För fastighetsföretag har FI hittills fokuserat på mikrobaserade stresstester. Det är ett statistiskt stresstest som utgår från ett makroekonomiskt scenario, där förändringar i bland annat ränta och BNP påverkar ingångsvärdena i företagens balans- och resultaträkningar (se Aranki m.fl., 2020).

28 Tröskelvärdena utifrån expertbedömning och/eller skattade utifrån data signalerar när en sårbarhet blir förhöjd. Samtidigt beror sårbarheten även på hur sannolik en störning är som innebär att en sådan sårbarhet materialiseras.

29 Se Finansinspektionen (2019) för en närmare beskrivning av FI:s riskbaserade arbete som kan delas upp i sex olika steg.

Referenser

- Antony, J. och P. Broer (2010). Linkages Between the Financial and the Real Sector of the Economy: A Critical Survey, *CPB document 216*, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
- Aranki, T., C. Lönnbark och V. Thell (2020). Stresstest av bankernas utlåning till fastighetsföretag, *FI-analys 24*, Finansinspektionen.
- Baron, M. och W. Xiong (2017). Credit Expansion and Neglected Crash Risk, *The Quarterly Journal of Economics*, 132(2), 713–764.
- Basel Committee on Banking Supervision (2006). Studies on credit risk concentration, *Working Paper No.15*, Bank for International Settlements.
- Basel Committee on Banking Supervision (2011). The transmission channels between the financial and real sectors: a critical survey of the literature, *Working Paper No. 18*, Bank for International Settlements.
- Becker, B., M. Fredelius, M. Skrutkowski och P. Angvald Westesson (2020). Kan obligationsmarknaden dämpa kreditcykeln?, *FI-analys 23*, Finansinspektionen.
- Becker, B. och V. Ivashina (2014). Cyclicalities of Credit Supply: Firm Level Evidence, *Journal of Monetary Economics* 62: 76–93.
- Becker, B. och V. Ivashina (2018). Financial Repression in the European Sovereign Debt Crisis, *Review of Finance* 22(1): 83–115.
- Bernanke, B.S. och M. Gertler (1989). Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations”, *American Economic Review* 79(1): 14-31.
- Bernanke, B.S. och M. Gertler (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, *Journal of Economic Perspectives* 9(4): 27-48.
- Braconier, H. och S. Palmqvist (2017). Makrotillsynens roll i Sverige, *Ekonomisk Debatt*, 2017(4): 56-68.
- Danielsson, J., M. Valenzuela och I. Zer (2018). Learning from History: Volatility and Financial Crises, *The Review of Financial Studies* 31(7): 2774–2805.
- Ehrmann, M. och M. Fratzscher (2004). “Taking Stock: Monetary Policy Transmission to Equity Markets”. *Journal of Money, Credit and Banking*, 36(4), 719-737.
- Englund, P. (1999). The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences, *Oxford Review of Economic Policy* 15(3): 80-97.
- Espinoza, R. och A. Prasad (2010). Nonperforming Loans in the GCC Banking Systems and their Macroeconomic Effects, *IMF Working Paper 10/224*, International Monetary Fund.
- European Systemic Risk Board (2019). Macroprudential approaches to non-performing loans, *ESRB report*.
- European Systemic Risk Board (2020). A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2019, *ESRB report*.
- Feld, L.P., J. Heckemeyer och M. Overesch (2013). Capital Structure Choice and Company Taxation: A Meta-study, *Journal of Banking & Finance* 37(8): 2850-2866.

Finansdepartementet (2014). Transmissionsmekanismen och finansiell stabilitetspolitik, *Rapport från ekonomiska avdelningen på Finansdepartementet*.

Finansinspektionen (2019). Finansinspektionen och finansiell stabilitet, *Promemoria*, Dnr 19-27340, Finansinspektionen.

Frank, M.Z. och V.K. Goyal (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?, *Financial Management Journal* 38(1): 1-37.

Geanakoplos, J. (2010). The leverage cycle, *NBER Macroeconomics Annual 2009*, 1-65, University of Chicago Press.

Graham, J. och M. Leary (2011). A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future, *Annual Review of Financial Economics*, Volume 3, 309-345.

Heider, F. och A. Ljungqvist (2015). As certain as debt and taxes: Estimating the tax sensitivity of leverage from state tax changes, *Journal of Financial Economics* 118(3): 684-712.

Herring, R. och S. Wachter (1999). Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective, *The Wharton School Research Paper* 99(27).

Hubbard, R. G. (1990). *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, NBER Books.

Jensen, M.C. och W.H. Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3(4): 305–360.

Kim, L. (2004). Time-Varying Macroeconomic Risk and Commercial Real Estate: An Asset Pricing Perspective, *Journal of Real Estate Portfolio Management* 10(1): 47-57.

Kjosevski, J. och M. Petkovski (2017). Non-performing loans in Baltic States: Determinants and macroeconomic effects, *Baltic Journal of Economics* No 1: 25-44.

Kragh-Sørensen, K. och H. Solheim (2014). What do banks lose money on during crises?, *Staff Memo*, 2014(3), Norges Bank.

Kraus, A. och R.H. Litzenberger (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage, *Journal of Finance* 33: 911-922.

Kyotaki, N. och J. Moore (1997). Credit Cycles, *Journal of Political Economy* 105(2): 211-248.

Lamont, O. (1995). Corporate-Debt Overhang and Macroeconomic Expectations, *American Economic Review* 85(5): 1106-1117.

Mac an Bhaird, C. (2013). Demand for debt and equity before and after the financial crisis, *Research in International Business and Finance* 28: 105– 117.

Minsky, H. P. (1992). The Financial Instability Hypothesis, *Working Paper No 74*, The Levy Economics Institute of Bard College.

Mishkin, F.S. (1997). The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers, *Economic Policy Symposium*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 55-96.

- Moritz, A., J.H. Block och A. Heinz (2016). Financing Patterns of European SMEs - an Empirical Taxonomy, *Venture Capital – an International Journal of Entrepreneurial Finance* 18(2): 115–148.
- Modigliani, F. och M. Miller (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review* 48(3): 261–297.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics* 5(2): 147–175.
- Myers, S.C. och N.S. Majluf (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13(2): 187-221.
- Reinhart, C.M., och K.S. Rogoff (2009). *This Time is Different*, Princeton University Press.
- Riksgälden (2020). Statens garantier och utlåning – en riskanalys, *Rapport*, Dnr 2019/1023, Riksgälden.
- Salas, V. och J. Saurina (2002). Credit Risk in Two Institutional Regimes: Spanish Commercial and Savings Banks, *Journal of Financial Services Research* Vol. 22(3): 203-224.
- Schularick, M. och A.M. Taylor (2012). Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008, *American Economic Review* 102(2): 1029–1061.
- Smith Jr, C.W. och J.B. Warner (1978). On financial contracting: An analysis of bond covenants, *Journal of Financial Economics* 7(2): 117–161.
- SoU 2013:6. (2013). Att förebygga och hantera finansiella kriser, Bilaga 3 i *delbetänkande av Finanskriskommittén*.
- Stein, J.C. (1998). An Adverse-Selection Model of Bank Asset and Liability Management with Implications for the Transmission of Monetary Policy, *The Rand Journal of Economics* 29(3): 466-486.
- Townsend, R.M. (1979). Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification, *Journal of Economic Theory* 21(2): 265–293.
- Wallander, J. (1994). Bankkrisen – Omfattning. Orsaker. Lärdomar, kapitel i *Bankkrisen: rapporter av Håkan Lindgren, Jan Wallander, Gustaf Sjöberg*.
- Wollert, S. (2020). Svenska företagsobligationer under coronapandemin, *Staff memo*. Sveriges Riksbank.