

FOR MYE ELLER FOR LITE LÅN? F

Betydningen av banker og kreditt i oppgangs- og nedgangstider



OVE REIN HETLAND har Ph.D. i finans fra Norges Handelshøyskole. Han har vært stipendiat ved NHH og forsker i SNF, og arbeider nå med transaksjonsrådgivning for Ernst & Young i Stavanger.



AKSEL MJØS har dr.oecon.-graden fra NHH og er postdoktor ved Institutt for Foretaksøkonomi ved NHH. Forskningsfokus er bedrifters gjeldsfinansiering og bankrelasjoner. Mjøs har tidligere bl.a. vært administrerende direktør i DnB Kapitalforvaltning og vice president i Morgan Stanley Investment Banking, London.

BAKGRUNN

Banker spiller en sentral rolle i å fremme økonomisk vekst ved å kanalisere oppspart kapital til gode investeringsprosjekter. Som følge av dette har ofte begrenset tilgang på banklån fått skylden for manglende vekst og utvikling i næringslivet. Slike syn har også vært hevdet etter den siste finanskrisen. Finanskrisen traff Norge etter flere år med både høy økonomisk vekst og ekstremt høy vekst i kreditt til bedrifter og husholdninger. Høsten 2008 fikk imidlertid bankene problemer med å skaffe finansiering fra det internasjonale finansmarkedet, og oppfatningen er at de gjennom dette fikk redusert kapasitet til å yte kreditt til sine norske kunder.

Utviklingen stiller flere interessante spørsmål: Hvorfor var veksten i utlån så mye høyere enn den økonomiske veksten før 2008? Var utlånsveksten «for høy»? Innebar krisen at pendelen gikk fra den ene ytterkanten til den andre ved at bedrifter ble strupet for kreditt? Eller var redusert tilgang på kreditt et resultat av at krisen faktisk hadde forverret bedriftenes fremtidsutsikter, og at de derfor ble mindre attraktive kunder for bankene?

Dette er noen av de krevende spørsmålene forskere i finans stiller seg i kjølvannet av krisen. Ta for eksempel spørsmålet om hvorvidt utlånsveksten er «for høy» – hva innebærer det? Som nevnt innledningsvis bidrar banklån til økonomisk vekst gjennom å kanalisere ledig kapital til forutsetningsvis optimal bruk. Høyere utlånsvekst skulle da tilsi at mer kapital blir satt i produktivt arbeid. På den annen side viste finanskrisen at når tilgangen på kreditt blir for god, øker risikoen for at flere dårlige låntakere får lån. Stadig flere klarer derfor ikke å tilbakebetale sine lån, for eksempel fordi de prosjektene de investerte i, likevel ikke var lønnsomme. Konsekvensen kan bli finansiell ustabilitet på sikt, med store samfunnsøkonomiske kostnader.

For å kunne besvare disse spørsmålene mer eksakt trengs det mer detaljert kunnskap om bankers adferd ut over de umiddelbare observasjonene av at samlet kreditt øker i oppgangstider og faller i nedgangstider. Historisk har mangel på gode datasett begrenset forskeres muligheter til å besvare disse spørsmålene. Ved å bruke detaljerte datasett med norske bedrifter har vi muligheten til å bidra til å komme noen skritt nærmere

en bedre forståelse for bankmarkedet. Det gjør vi i denne artikkelen, hvor vi først gjennomgår den sentrale litteraturen om banker og kredittformidling. Deretter bruker vi norske mikrodata til å belyse spørsmålet om hva bankrelasjoner betyr for bedrifters tilgang på kreditt: Er det forskjeller i låneadferd mellom banker som kjenner bedriften, og utenforstående banker uten kjennskap til bedriften? Til sist ser vi mer direkte på finansieringsbegrensninger som fulgte av finanskrisen for norske bedrifter: Var det de bedrifter som i normale markeder antas å ha størst finansieringsbegrensninger, som også måtte redusere investeringene mest som følge av redusert kreditttilgang i finanskrisen?

BANKER OG KREDITTFORMIDLING – HOLDEPUNKTER FRA LITTERATUREN

Bankers grunnleggende rolle i økonomien er, utover å forenkle betalingstransaksjoner, å kanalisere kapital fra innskytere til låntakere. Denne mellommannsrollen innebærer å konvertere kortere innskudd til mer langsiktige lån, men også at de er en effektiv informasjonsprodusent og overvåker av låntakere, Diamond (1984). Kjernevirksomheten er derfor å kompensere for problemene med informasjonsasymmetri i kapitalmarkedet gjennom kredittanalyser samt å virke disiplinerende på låntakere under lånets løpetid. Gjennom godt bankhåndverk blir det derfor billigere for en mindre bedrift å hente lånekapital via en bank enn ved å gå direkte i kapitalmarkedet. Betydningen av banklån indikeres ved at i Norge i 2010 gikk under 1 prosent av selskapene direkte i kapitalmarkedet for låneopptak, mens over halvparten hadde banklån. Nesten ingen små og mellomstore bedrifter benyttet direkte markedsfinansiering, mens det betyr langt mer for store virksomheter.

Kapitaltilgang generelt og kreditttilgang spesielt har i mange sammenhenger blitt beskrevet som en begrensende faktor for utviklingen av små og mellomstore bedrifter. I Norge har dette for eksempel blitt koblet til svak utvikling i distriktene og motivert en rekke offentlige tiltak for å lette kapitaltilgangen. Å forstå betydningen av kapitaltilgang for utviklingen i næringslivet er et interessant forskningsspørsmål, samtidig som det kan gi veiledning til utvikling av effektive virkemidler fra myndighetenes side.

Vi kaller ofte begrensninger i bedrifters tilgang på finansiering for finansieringsbegrensninger. I velfungerende («effektive») markeder uten informasjonsproble-

SAMMENDRAG

Betydningen av bankenes rolle som formidler av kreditt til næringslivet fikk spesielt fokus i finanskrisen. Fra et forskningsperspektiv gir virkningene av krisen også en nyttig mulighet til å analysere bankers rolle og deres relasjon til bedriftene. Denne artikkelen gjennomgår noen perspektiver fra finansforskningen om hvordan vi kan forstå bankers rolle, samt hovedresultatene fra bankforskningen innen forskningsprogrammet «Krise, omstilling og vekst» (KOV). Vi har spesielt sett på om bankenes låneadferd overfor nye kunder varierer mellom oppgangstider og mer normale perioder, samt på betydningen av kreditttilgang for bedriftenes investeringer.

mer eller transaksjonskostnader vil alle verdiskapende prosjekter bli finansiert. Slike velfungerende markeder finnes stort sett kun i teoriverden. I den virkelige verden oppstår gjerne finansieringsbegrensninger når det foreligger vesentlige informasjonsasymmetrier mellom aktørene i finansmarkedene.

En viktig egenskap ved all långivning er at långiver sitter med en begrenset oppside på sine utlån, men har potensielt en stor nedside ved at låntakeren kan gå konkurs og alle pengene går tapt. Tilsvarende har låntakere store gevinstmuligheter dersom et prosjekt viser seg å være vellykket, da de kun har krav om å tilbakebetale lånet og ikke trenger å dele overskytende gevinst med banken. Målsetningene mellom partene er derfor bare delvis sammenfallende. Banken som långiver frykter at bedrifter som sitter på risikofylte prosjekter, vil ønske å låne mye for å ta gevinsten dersom ting går bra, og la banken sitte igjen med tapet hvis det går dårlig og det hele ender med konkurs.

Problemet er at en bedrift oftest har bedre kunnskap om sin virksomhet enn det banken har, og det er derfor vanskelig for banken å skille mellom bedrifter med høy og lav risiko. For å unngå at bedriftene skal ta for stor risiko og gamble med lånte penger, krever derfor bankene at låntakere stiller med en viss egenkapital, slik at det er låntakernes egne penger som først går tapt hvis ting går galt. På denne måten blir det større samsvar mellom bankens og låntakernes målsettinger. Finan-

sieringsbegrensninger kan da oppstå dersom bedrifter med lønnsomme investeringsprosjekter ikke får lån fordi de ikke kan stille med tilstrekkelig egenkapital.

Slike finansieringsbegrensninger medfører samfunnsøkonomiske kostnader. Gode prosjekter blir ikke gjennomført selv om de kunne bidratt til økt velferd og vekst. Basert på dette blir det argumentert med at myndighetene må gripe inn og øke tilgangen på kreditt til bedrifter i bransjer eller regioner med høye kostnader knyttet til asymmetrisk informasjon. Samtidig kan det tenkes at ulønnsomme bedrifter prøver å bruke denne argumentasjonen for å tilordne seg subsidiert finansiering. Det er dessuten tvilsomt om problemer knyttet til asymmetrisk informasjon bortfaller dersom myndighetene går inn med offentlige finansieringsløsninger. Det sentrale er derfor å redusere omfanget av asymmetriske informasjonsproblemer i kredittmarkedet, noe som er et sentralt tema for forskning innen dette feltet.

En stor del av forskningslitteraturen om bankers rolle fokuserer på at bankers produksjon av informasjon som del av en kredittvurdering for en enkelt bedrift, også setter dem i en særstilling i forhold til andre banker som ikke kjenner bedriften. I små og mellomstore bedrifter, spesielt relativt nystartede og de med lite pantbare eiendeler, er informasjonsasymmetrien mellom bedriften og mulige tilbydere av kapital stor. Selskapene mangler tilstrekkelig relevant dokumentasjon av virksomheten, virksomheten er nyskapende og ukjent for de fleste, og eksempelvis system- eller konseptutvikling er kapitalkrevende, men resulterer sjelden i eiendeler som lett egner seg for pantsettelse. Tilgjengelig informasjon om virksomheten er også typisk «myk» og vanskelig for en långiver både å skaffe seg og å verifisere.

En bank kan likevel bruke ressurser på å forstå kredittverdigheten og betalingsevnen til slike bedrifter og på det grunnlaget kunne yte lån. Slike låneopptak kan bli starten på en langsiktig relasjon mellom bedrift og bank. Banken blir på denne måten en «innsider» sammenliknet med andre mulige kapitalkilder, og det kan ha ulike effekter. Deler av litteraturen, Boot og Thakor (2000), Petersen og Rajan (1994) viser at slike relasjoner er verdiskapende både for låntaker og långiver siden det gir økt tillit og fleksibilitet i relasjonen. Andre argumenterer for at lånerelasjonen medfører innelåsning av bedriften siden den gir banken et informasjonsmonopol, Sharpe (1990). Mer presist oppstår dette

fordi en bank som har investert i å forstå en bedrifts kredittverdighet, får en informasjonsfordel vis-à-vis andre banker, og dette gjør at de andre bankene blir skeptiske. Disse uinformerte bankene forventer at når en bedrift som allerede er kunde av en bank, likevel velger å søke lån eksternt, så må det bety at den er avvist av den banken som kjenner den, og derfor har lav kvalitet. Utsidebanker vil derfor tilby slike lånesøkere vilkår som om de er av lav kvalitet siden de regner med å få utvalget mot seg.

Effekten av informasjonsmonopolet er at kundene blir «innelåst» hos sin eksisterende bank, og denne kan utnytte monopolmakt til å ta ut høyere lønnsomhet fra gode kunder. Bedrifter som hadde fordel av at en bank innledningsvis investerte i å forstå dem, vil over tid ønske å redusere informasjonsasymmetrien mot omverden for å øke sine finansieringsalternativer.

Et annet eksempel på bankers informasjonsfordel er studiene som finner positiv meravkastning for aksjene til selskaper som får fornyet kreditten fra sin eksisterende bank, Lunner og McConnell (1989). En innsidebank har en informasjonsfordel og gir med fornyet kreditt et troverdig signal til aksjemarkedet om låntakerens kvalitet. Litteraturen fokuserer på lånerelasjonen mellom bank og bedrift, men i tillegg tilbyr de fleste banker en rekke andre finansielle tjenester som både har nytte for kunden og gir lønnsomhet for banken. Slike tilleggstjenester vil trolig påvirke styrken i bankrelasjonen utover det rene låneforholdet.

Den klassiske utfordringen i denne forskningen er å påvise årsak-virkningssammenhenger mellom kreditttilgang og investeringsadferd. Dette er en utfordring som går igjen på mange områder innen økonomi. Årsaken er at man vanligvis ikke spesifikt observerer tilbud (tilgang på kreditt) eller etterspørsel (behov for kreditt), men kun faktisk lånebeløp og -vilkår. Dersom en bedrift reduserer sine banklån, kan en ikke uten videre si hvorvidt dette skyldes at banken ikke vil gi lån, eller at bedriften ikke ønsker lån.

Kredittmarkedene er imidlertid mer kompliserte enn som så. Økonomer er opptatt av at finansiering gis til prosjekter som er samfunnsøkonomisk lønnsomme. Dersom for eksempel en krise fører til at en bedrifts prosjekt ikke lenger blir lønnsomt, vil banken være mindre villig til å gi lån. Dette er også samfunnsøkonomisk fornuftig, fordi finansiering av ulønnsomme prosjekter innebærer at kapital ikke kanaliseres dit

den kaster mest av seg. Dersom en finanskriser medfører at færre prosjekter blir realøkonomisk lønnsomme, kan det være samfunnsøkonomisk ønskelig at banker finansierer færre prosjekter som følge av krisen. På den andre siden, dersom finanskrisen medfører at banker ikke får tak i penger, eller at kostnader knyttet til asymmetrisk informasjon øker og bankene dermed mister evnen til å gi lån til bedrifter med lønnsomme prosjekter, er dette negativt.

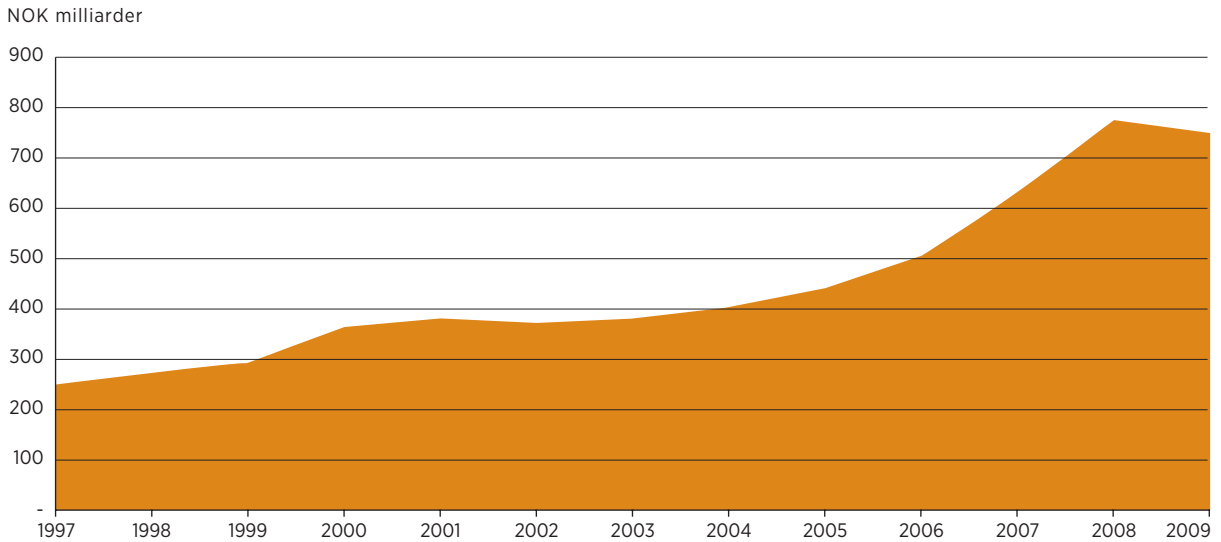
Tilgjengelige regnskapsdata viser gjennomførte investeringer, men dette gir lite informasjon for å forstå eventuelle løpende finansieringsbegrensninger for bedriftene. Ingen ordinære datakilder inneholder dynamisk informasjon om bedriftenes investeringsmuligheter og ambisjoner. Bedrifter har ulik tilgang til nye vekstmuligheter og ulike ønsker om å realisere disse uavhengig av eventuelle finansieringsutfordringer. Regnskapsdata viser kun hvilke prosjekter som faktisk har blitt finansiert, og derfor realisert, men har ingen informasjon om eventuelle gode prosjekter som ble stoppet på grunn av manglende finansiering. En analyse av sammenhengene mellom finansiering og investering må derfor analytisk angripe dette på en indirekte måte.

Hvordan fungerer banklånemarkedet når konjunktorene svinger? Kredittveksten svinger mer enn veksten i økonomien samlet, og selv i Norge har vi hatt store variasjoner i samlet kreditt bare det siste tiåret. Bankrelasjoner er viktige for kreditttilgangen til bedrifter, men hvordan varierer dette gjennom konjunktorene? Et relatert spørsmål er om kreditttilgangen for bedrifter med lav kredittverdighet også varierer med konjunktorene. Litteraturen på dette området har motstridende teorier som vi i vår forskning tester mot hverandre. To artikler, Ruckes (2004) og Dell'Ariccia og Marquez (2003), utvikler teorier der banker gir mer lån til nye kunder i ekspansjonsperioder og derfor opplever redusert gjennomsnittlig kredittkvalitet i porteføljen. Forklaringen er at i slike perioder er det flere kredittverdige bedrifter og derfor rasjonelt å forenkle kredittprosessen og gi flere lån, siden tapene likevel blir moderate. Dersom dette er tilfellet, forventer vi at gjennomsnittlig kvalitet på bedrifter som får lån uten forutgående bankrelasjon, faller i gode tider. En alternativ teori presenteres av Rajan (1994), hvor bedrifter med lav kredittkvalitet får lettere tilgang til refinansiering hos sin eksisterende långiver i oppgangstider.

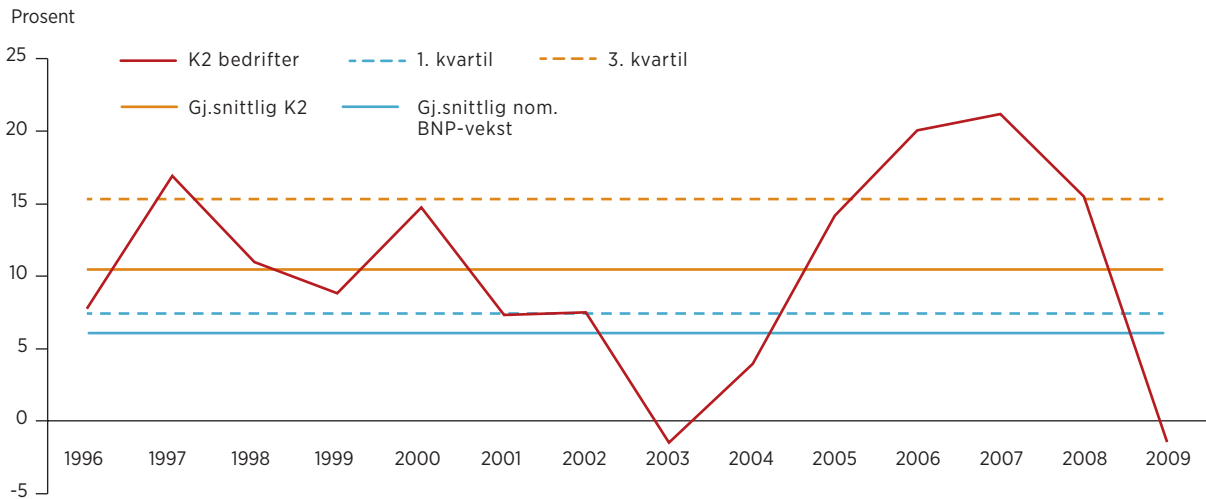
Banker vil unngå å vise kreditttap i gode tider siden det vil oppleves som et sterkt signal om at de har tatt dårlige kredittbeslutninger. Banken foretrekker derfor å forlenge dårlige engasjementer selv om låntaker har problemer, og vil heller realisere tap i nedgangstider når de fleste banker gjør det, slik at den «dårlige» banken ikke skiller seg ut. Disse teoriene gir motsatte forklaringer på hvorfor bankers utlånsadferd virker prosyklisk i økonomien.

BETYDNINGEN AV BANKRELASJONER FOR BEDRIFTERS TILGANG PÅ KREDITT

I forskningen på disse spørsmålene har vi tilgang til såkalte populasjonsdata, det vil si data for alle norske bedrifter. Dette gir oss bedre muligheter enn i de fleste andre land, der man har begrensede data for små og mellomstore selskaper (selv om data for børselskapene kan være svært gode). Eksempelvis er forskningen i USA på finansiering og kapitalstruktur i små og mellomstore bedrifter stort sett basert på nasjonale spørreundersøkelser som gjennomføres hvert tredje til femte år. I Norge har vi både hatt allmenn revisjonsplikt, noe som er viktig for regnskapskvaliteten, og et nasjonalt regnskapsregister som gir oss regnskapsdata for alle selskaper som har levert regnskaper siden 1992. I tillegg til rene regnskapstall inneholder det også opplysninger om bedriftens bransjekoder, selskapsform, eierforhold, lokalisering og en rekke andre foretakskjennetegn. Norge har dessuten et nasjonalt konkursregister fra 1993 som er viktig for å kjenne konkurshyppighet i populasjonen og for å beregne konkurssannsynligheter. Skatteetatens innsamling av bankkontoinformasjon for alle bedrifter inneholder saldoer per 31.12. hvert år samt påløpte eller opptjente renter for henholdsvis låne- og innskuddskonti. Dette gjør at vi kan studere betydningen av banklån, relasjonene mellom bedrift og bank samt hvilke renter bedriftene betaler på lån og mottar på innskudd. Alle disse registrene inneholder bedriftenes og bankenes organisasjonsnummer som gjør det mulig å koble dem sammen for analyseformål. Bankdataene er svært sensitive, og tilgangen krever at forskerne har personlig tillatelse fra Finansdepartementet. De lar seg dessuten koble med surveydata, slik det også gjøres med spørreundersøkelsen om bedrifters opplevelse av finanskrisen i forskningsprogrammet «Krise, omstilling og vekst».

FIGUR 1 Norske bedrifters samlede utlån.

Kilde: Bankdatabasen / Mjøs og Phan 2011

FIGUR 2 Vekst i samlet kreditt (K2) til norske ikke-finansielle foretak samt nominell BNP-vekst for Fastlands-Norge.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 1 viser at samlede banklån til norske bedrifter hadde en dramatisk vekst på 2000-tallet, om enn noe tilbakegang fra 2008–2009.

Figur 2 viser at samlet kreditttilgang til ikke-finansielle selskaper (K2) svinger mye gjennom perioden

og gir grunnlag for å studere variasjoner i bankadferd gjennom konjunktorene.

Et spørsmål som kan stilles, er om det er forskjeller i låneadferd mellom banker som kjenner bedriften, og utenforstående banker uten kjennskap til bedriften.

TABELL 1 Framtidig utvikling for ulike låntakertyper.

	TOTAL- AVKASTNING	DRIFTS- MARGIN	UNDER- SKUDD?	KONKURS?	EIENDELS- VEKST	SALGS- VEKST
Etabl. firma og gammel konto	-0,034***	-0,028***	0,052***	0,007***	0,003	0,012***
Etabl. firma og ny konto	0,002	0,005**	-0,009**	-0,005***	0,007	0,006
Etabl. firma og ny bank	-0,018***	-0,010***	0,033***	0,003	0,028***	0,003
Nytt firma	-0,058***	-0,064***	0,101***	0,042***	0,054	0,081***
Etabl. firma og konto i krise	0,009***	0,009***	-0,009	-0,002	0,001	0,006
Etabl. firma og ny konto i krise	0,001	-0,001	-0,005	-0,003*	0,006	0,006
Etabl. firma og ny bank i krise	0,016***	0,011*	-0,027***	-0,010**	0,021	0,018
Nytt firma i krise	0,024	0,040*	-0,028	-0,037*	0,072	-0,003
Antall	172 476	169 144	172 476	187 572	163 278	163 961
Forklaringsgrad (R2)	0,334	0,362	0,425	0,056	0,228	0,130

Alle regresjonene kontrollerer for selskapskjennetegn, bransje, geografi og kalenderår. Stjernene indikerer: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Minste kvadraters metode (OLS) med indikatorvariabler for låntakertyper der koeffisientene viser forskjellene mot etablerte bedrifter som ikke øker sine banklån. *Krise* er definert som år der kredittveksten er lavere enn første kvartil for årene 1996–2009.

Dette er belyst i vår artikkel «Who Borrows? Firm Performance Predictability of Bank Lending Decisions to Small Firms», som finnes i doktorgradsavhandlingen til Ove Rein Hetland, Hetland (2012). Analysen er gjort på aksjeselskaper med gjennomsnittlig sum eiendeler på mellom 1 million og 1 milliard kroner, som er i aktiv drift, og som har minst kr 100 000 i banklån. Selskaper som er i konsern eller i bransjer som antas å drive uten fokus på lønnsomhet, er ikke tatt med.

Spørsmålet analyseres ved å se om det er noen sammenheng mellom om en bedrift låner fra en bank som kjenner den, eller fra en ny bankforbindelse, og den økonomiske utviklingen i bedriften de neste tre årene. Analysen gjøres ved bruk av regresjon, og det brukes flere ulike mål på bedriftens økonomiske utvikling, som gjennomsnittlig totalavkastning, driftsmargin, hvorvidt bedriften går med underskudd, konkurshyppighet og vekst i eiendeler og salg. I analysen kontrollerer vi for selskapskjennetegn, bransjekode, geografi og år.

Resultatene i tabell 1 viser at effekten av å låne i bank på framtidig utvikling i måltallene avhenger av hvorvidt bedriften låner fra sin nåværende bank eller fra en ny, utenforstående bank. De fire første linjene viser at bedrifter som låner mer fra sin kjente bank gjennom

en eksisterende konto, har en negativ utvikling, eksempelvis reduseres gjennomsnittlig årlig totalavkastning med 3,4 prosent de neste tre årene. Hvis man får mer lån hos sin eksisterende bank ved at det opprettes en ny lånekonto hvor det trolig gjøres en fornyet kredittvurdering, så er effektene små eller svakt positive. Låner en etablert bedrift i en ny bank, er det et signifikant negativt signal på de fleste måltall. Bedrifter som bytter bank, gjør det altså klart dårligere fremover sammenlignet med bedrifter som låner fra sin eksisterende bankforbindelse på en ny konto. Nyetablerte bedrifter har også sterkt negativ utvikling. Disse resultatene gir støtte til teorier om at banker opplever en informasjonsulempe når de konkurrerer om nye lånekunder som tidligere har lånt i en annen bank.

De fire siste linjene i tabellen viser hvordan denne effekten varierer med konjunktorene eller tilstanden i kredittmarkedene. Linjene viser koeffisientene for de samme låntakerkategoriene, men da gjeldende for årene med lavest kredittvekst i perioden (2001, 2003 og 2004). I et lengre perspektiv er nok veksten i disse årene rundt gjennomsnittet, og de øvrige årene kan derfor kategoriseres som ekspansjonsperioder. Effektene i lavvekstårene beregnes som summen av koeffisientene

TABELL 2 Undersøkelse: Hvordan ble din bedrift påvirket av krisen? – Kredittilgang.

SVAR	FREKVENS	ANDEL	AGGREGERT ANDEL
-3 (REDUSERT)	65	5,6 %	
-2	81	7,0 %	
-1	122	10,5 %	23,1 %
0	631	54,3 %	
1	28	2,4 %	
2	19	1,6 %	
3 (ØKT)	24	2,1 %	60,5 %
IKKE RELEVANT	191	16,5 %	16,5 %

Kilde: Bedriftsundersøkelsen KOV/NHH

i tabellen. Eksempelvis er koeffisienten for etablerte bedrifter som utvider lån på eksisterende konti, noe bedre på både totalavkastning ($-0,034 + 0,009 = -0,025$) og driftsmargin ($-0,028 + 0,009 = -0,019$). Hvis man låner hos kjent bank, men på ny konto, er koeffisientene ikke signifikant forskjellige mellom de to periodene. Det mest interessante resultatet er at bedrifter som låner fra nye banker i perioder med lav kredittvekst, ikke har signifikant avvikende framtidig utvikling (refe-ransegruppen er bedrifter som ikke tar opp nye lån). Dette vises i tabellen ved at koeffisientene stort sett kansellerer hverandre. Disse resultatene er robuste for alternative analyser og støtter Ruckes (2004) og Dell’Ariccia og Marquez (2006) sine teorier om at kredittvurderingene er mindre strenge i oppgangstider enn i andre perioder. Resultatene tyder på at eksterne banker i normale kredittmarkeder unngår å låne til svake låntakere som allerede er kunder i andre banker, mens de i ekspansjonsår får utvalget mot seg fordi de låner til flere bedrifter. Dette bidrar også til å forklare hvorfor bankers utlånsvirksomhet er prosyklisk ved at det er lettere for bedrifter å få lån i ekspansjonsperioder enn i perioder med lav vekst.

FINANSKRISEN OG FINANSIERINGSBEGRENSNINGER

Et annet viktig spørsmål i lys av den siste finanskrisen er om og i tilfelle hvilke bedrifter som måtte redusere sine investeringer som følge av redusert kredittilgang. Vi analyserer dette nærmere i vår artikkel «Financing Constraints in the 2008–9 Financial Crisis», som finnes

i Ove Rein Hetlands doktorgradsavhandling (Hetland, 2012). Analysen er basert på et datasett som kopler bedriftsundersøkelsen i forskningsprogrammet «Krise, omstilling og vekst», som Lasse Lien og Eirik Sjøholm Knudsen har hatt ansvar for, med norske regnskapsdata. Våre regnskapsdata ble brukt til å definere et representativt utvalg av bedrifter, og disse dataene ble i sin tur brukt for å forsikre seg om at bedriftene som ble spurt, og andelen på cirka 25 prosent (1 248 bedrifter) som svarte, var representative for norske bedrifter. Spørreundersøkelsen fokuserte på hvordan bedriftene opplevde krisen, hvilke effekter den hadde, og hvilke tiltak som ble iverksatt for å møte utfordringene. Vi benytter svar på spørsmål knyttet til kredittilgang, investeringsadferd og etterspørsel, kombinert med regnskaps- og bankdata. Spørsmålene ble stilt til topplerne i bedriftene, og siden undersøkelsen var konfidensiell, har vi tillit til at svarene er presise og relevante. Ved å spørre lederne direkte om endringer i kredittilgang har vi langt bedre informasjon om denne variabelen enn ved å avlese regnskap i etterkant, og det samme gjelder informasjon om endringer i etterspørsel og investeringer. Tabell 2 viser svarene på om de fikk redusert kredittilgang.

Tabell 3 viser om bedriftene fikk endret etterspørsel og/eller priser.

I underkant av én av fire bedrifter opplevde redusert kredittilgang som følge av finanskrisen, og vi vet at finanskrisen her i Norge langt på vei var «importert» via norske bankers reduserte tilgang til internasjonal finansiering. Men etterspørselen etter norske varer og

TABELL 3 Undersøkelse: Hvordan ble din bedrift påvirket av krisen? – Etterspørsel og priser.

SVAR	ETTERSPORSSEL		PRISER	
	FREKVENNS	ANDEL	FREKVENNS	ANDEL
-3 (REDUSERT)	210	17,9 %	72	6,2 %
-2	278	23,8 %	178	15,3 %
-1	303	25,9 %	275	23,7 %
0	203	17,4 %	451	38,8 %
1	42	3,6 %	36	3,1 %
2	27	2,3 %	43	3,7 %
3 (ØKT)	33	6,3 %	9	0,8 %
IKKE RELEVANT	74	6,3 %	97	8,4 %

Kilde: Bedriftsundersøkelsen KOV/NHH

TABELL 4 Bedriftsinvesteringer og kredittilgang.

REDUSERTE INVESTERINGER I:	ANLEGG/MASKINER/UTSTYR			BYGNINGER		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
REDUSERT:						
- KREDITTLTILGANG	0,203***		0,119**	0,130***		0,076**
- ETTERSPORSSEL		0,249***	0,245***		0,122***	0,118***
- PRISER		0,102***	0,080**		0,070***	0,055**
- EKSPORTETTERSPORSSEL		0,089*	0,079**		0,057*	0,050
ENDRET KONTANTSTRØM I KRISEÅRENE		-0,176**	-0,161***		-0,048	-0,039
ANTALL	1 047	1 047	1 047	1 049	1 049	1 049

Aller regresjonene kontrollerer for selskapskjenneegn, bransje, geografi og kalenderår. Stjernene indikerer: * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$. Logit-modell der variablene er satt til 1 dersom svaret i undersøkelsen er enten -3, -2, eller -1, ellers 0. Koeffisientene viser marginale effekter. Observasjoner på selskapsnivå.

tjenester fra utlandet ble påvirket, ved at en langt høyere andel av bedriftene fikk egne problemer uavhengig av forstyrrelsene i norsk finanssektor.

Vår analysestrategi er derfor å bruke svarene i spørreundersøkelsen til å finne ut om redusert kredittilgang medførte reduserte investeringer, hensyntatt endringene i etterspørsel, priser og kontantstrømmer i perioden. De tre siste kontrollvariablene fanger opp om reduksjonen i investeringer skyldes redusert inntjening og vekstmuligheter, og er derfor en indikasjon på endringer i kredittverdighet. Koeffisienten som viser kredittilgangens betydning for investeringer, kan derfor tolkes isolert som virkningen av kredittmarkedet, slik

at vi slipper unna problemene med å skille långiver- og låntakerforhold i analysen.

Tabell 4 viser at redusert kredittilgang har en statistisk signifikant effekt, og at denne er størst for investeringer i maskiner og utstyr, mens den er noe svakere for investeringer i bygninger. Det sistnevnte skyldes kanskje at bygninger kan benyttes som pant og alltid er lettere å finansiere – også i kriser.

I forlengelsen av dette ser vi nærmere på om betydningen av kredittilgang på investeringer varierer mellom ulike typer bedrifter. Bedriftene kategoriseres etter forhold som typisk definerer finansieringsbegrensninger i litteraturen: størrelse målt etter verdien av bedrif-

TABELL 5 Effekt av kredittilgang etter grad av finansielle begrensninger.

PANEL A: BEDRIFTER SORTERT ETTER BALANSESTØRRELSE - MINST TIL STØRST				
	1	2	3	4
Investeringer i anlegg/maskiner/utstyr	0,056	0,104	0,007	0,290***
Investeringer i bygninger	0,109	0,010	-0,049	0,216***
PANEL B: BEDRIFTER SORTERT ETTER WHITED OG WU-INDEKSEN (2006) - FRA MINST TIL MEST BEGRENSEDE				
	1	2	3	4
Investeringer i anlegg/maskiner/utstyr	0,236***	0,191**	-0,049	0,073
Investeringer i bygninger	0,177***	0,117	0,034	-0,018
PANEL C: BEDRIFTER SORTERT ETTER OM DE BETALTE UTBYTTE ÅRET FØR KRISEN				
	Ingen utbytte		Utbytte	
Investeringer i anlegg/maskiner/utstyr	0,082		0,155**	
Investeringer i bygninger	0,014		0,141***	
PANEL D: BEDRIFTER SORTERT ETTER ANDEL ANLEGGSMIDLER I BALANSEN - FRA LAVEST TIL HØYEST ANDEL				
	1	2	3	4
Investeringer i anlegg/maskiner/utstyr	-0,003	0,100	0,110	0,274***
Investeringer i bygninger	0,026	0,079	0,094	0,078

Stjernene indikerer: * p<0,10, ** p< 0,05, *** p<0,01.

tens eiendeler (balansen), hvorvidt bedriften betaler utbytte, andelen anleggsmidler på balansen samt en indeks utviklet i USA for å indikere bedrifters finansieringsbegrensninger, Whited og Wu (2006). Vi ønsket å se om bedrifter som i normale markeder antas å ha for eksempel store finansieringsbegrensninger, også var de som måtte redusere investeringene sine mest som følge av redusert kredittilgang i finanskrisen. Resultatene er helt motsatte, som vist i tabell 5.

Tabell 5 viser koeffisientene for kredittilgang på investeringer for henholdsvis maskiner og bygninger. Vi ser at det er de største, de som vanligvis antas å ha minst finansieringsbegrensninger, og de som betaler utbytte, som viser vesentlige og statistisk signifikante effekter. Disse mye brukte indikatorene på finansielle begrensninger gir alle samme resultat – at det er de som typisk antas å ikke ha finansielle begrensninger, som reduserer investeringene mest som følge av redusert kredittilgang. Dette virker intuitivt overraskende og i motstrid til typiske resultat i litteraturen. Vår tolking, illustrert med en teorimodell i artikkelen, er at resultatene kan forklares med sikringsaktivitet (*hedging*). Bedrifter som normalt har store finansieringsbegrens-

ninger, for eksempel småbedrifter, vet at de lett kan få problemer med finansiering av planlagte investeringer i framtiden. De vil derfor gjennomføre tiltak for å sikre seg nok kapital i forkant, enten ved langsiktige lån, trekkrettigheter, store kontantbeholdninger eller annen sikring. I finanskrisen hadde de derfor tilgjengelige midler til å gjennomføre sine investeringer, og vi får derfor ingen signifikante sammenhenger i våre analyser. Motsatt er det for større bedrifter som normalt har lett tilgang til kapital og derfor ikke vil sikre seg. Disse bedriftene vil kunne få problemer med sine marginale investeringer i en finanskrisen dersom kapitaltilgangen tørker inn.

OPPSUMMERING

I finansdelen av forskningsprogrammet «Krise, omstilling og vekst» analyserer vi betydningen av bankenes kredittadferd på bedriftene og prøver å konkretisere betydningen av bankrelasjoner og kredittilgang på investeringer i ulike konjunkturfaser. Ved bruk av data for alle norske bedrifter ser vi at bankene lettere gir lån til bedrifter med dårligere framtidsutsikter i vekstperioder, mens alle banker er tilbakeholdne i mer normale

konjunkturfaser. Vi finner også at redusert kreditttilgang, hensyntatt bedriftenes investeringsmuligheter, reduserte investeringene for de bedriftene man vanligvis antar har lettest tilgang til kreditt. Bedrifter som

vanligvis møter finansielle begrensninger, er vant til utfordringer med å skaffe finansiering, og deres investeringer er derfor mindre sårbare for redusert tilgang på kreditt. M

REFERANSER

- Boot, A. og A. Thakor (2000). Can relationship banking survive competition?. *Journal of Finance*, 55: 679–713.
- Dell’Ariccia, G. og R. Marquez (2006). Lending booms and lending standards. *Journal of Finance*, Vol. 61: 2511–2546.
- Diamond, D. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The Review of Economics Studies*, Vol. 51: 393–414.
- Hetland, O. (2012). *Essays on Financial Intermediation – Ph.D. Thesis*. Bergen: Norwegian School of Economics.
- Lunner, S. og J. McConnell (1989). Further evidence on the bank lending process and the capital-market response to bank loan agreements. *Journal of Financial Economics*, Vol. 25: 99–122.
- Mjøes, A. og J. Phan (2011). *Den norske bedriftsbankboka*. SNF Rapport 04/11. Samfunns og Næringslivsforskning AS, Bergen.
- Petersen, M. og R. Rajan (1994). The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *Journal of Finance*, 49: 3–37.
- Rajan, R. (1994). Why bank credit policies fluctuate: A theory of some evidence. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109: 399–441.
- Ruckes, M. (2004). Bank competition and credit standards. *Review of Financial Studies*, Vol. 17: 1073–1102.
- Sharpe, S. (1990). Asymmetric information, bank lending and relationship banking. *Journal of Finance*, Vol. 45: 1069–1087.
- Whited, T. og G. Wu (2006). Financial constraints risk. *Review of Financial Studies*, Vol. 19: 531–559.

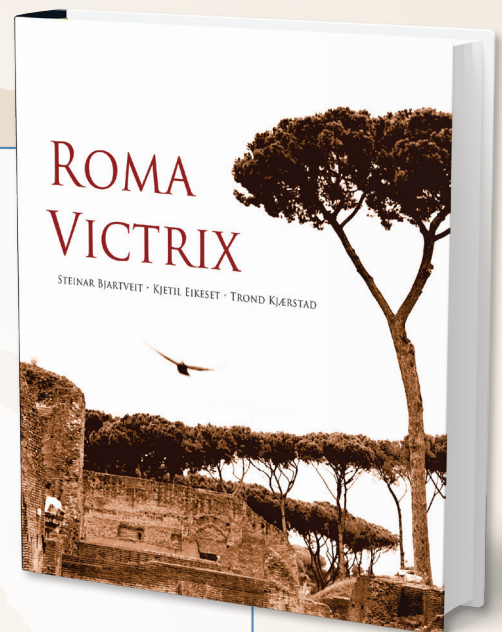
Steinar Bjartveit, Kjetil Eikeset
og Trond Kjærstad

ROMA VICTRIX

Roma Victrix er en praktbok om ledelse i Romas storhetstid. Forfatterne viser gjennom tekst og bilder hvordan meningsdannelse, kultur og historiefortelling ikke bare preget Roma, men også er en viktig del av moderne lederskap og organisering.

Boken kombinerer klassiske perspektiver på ledelse med det nyeste innen ledelsesforskning og moderne psykologi. Fokus settes på narrativer og individets og fellesskapets utvikling. Romerske ledere var ekstremt gode på å bygge identitet og verdier, på å motivere til handling og på å fremvise resultater gjennom å fortelle historier. Derfor er dette en bok om lederskap, fortalt gjennom Romerrikets utvikling, med historiske personer i hovedrollene. *Roma Victrix* er en annerledes bok, som vi håper vil inspirere både ledere og medarbeidere til å bruke sin egen historie i lederrollen eller i utøvelsen av jobben.

ISBN 978-82-450-1327-6 | Pris kr 698,-



FAGBOKFORLAGET

www.fagbokforlaget.no