

KREDITGIVNING I ET LAVRENTEMILJØ

Svend Greniman Andersen og Andreas Kuchler,
Økonomi og Pengepolitik

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Konkurrencen om kreditinstitutternes erhvervs-kunder er øget de seneste år, fordi renteniveauet er lavt og låneefterspørgslen afdæmpet. Det har for de mest kreditværdige virksomheder betydet lavere låneomkostninger og mindre lempelser af betingelserne for at få godkendt en låneansøgning i et pengeinstitut. Omvendt er der ikke tegn på, at det lave renteniveau og den øgede konkurrence har fået kreditinstitutterne til at lempe lånevilkårene over for de mindre kreditværdige erhvervskunder.

Virksomhedernes låneefterspørgsel har siden finanskrisens begyndelse været betydeligt mere afdæmpet end i perioden før krisen. En del virksomheder har ønsket at nedbringe deres gæld, dels for at få større modstandsdygtighed over for stød til økonomien, dels for at gøre deres fremtidige finansieringsmuligheder mere fleksible. Her til kommer, at mange virksomheder ikke har søgt om lånefinansiering, da de ikke har haft behov for det. De har haft et betydeligt positivt opsparingsoverskud i årene siden 2009 og må derfor forventes at være i stand til at dække store dele af deres finansieringsbehov gennem opsparat indtjening.

Før finanskrisen var der kun en svag sammenhæng mellem en virksomheds nøgletal og sandsynligheden for at opnå lån i et pengeinstitut. Men i løbet af finanskrisen strammede institutterne deres kreditstandarter fra det alt for lempelige niveau. Det fremgår af analysen, at mindre kreditværdige virksomheder i høj grad fortsat mødes med stramme lånevilkår. Kreditværdige virksom-

heder har derimod gode muligheder for at få imødekommet deres finansieringsbehov i såvel penge- som realkreditinstitutter.

Endvidere fremgår det af analysen, at pengeinstitutternes kreditvurdering i stor udstrækning medfører, at lånekapitalen går til de mest produktive virksomheder. Der er dog også tegn på, at de mindst produktive virksomheder i Danmark har relativt let adgang til kredit sammenlignet med lavproduktive virksomheder i andre lande. Det er vigtigt at sikre, at der i en periode med et ekstraordinært lavt renteniveau ikke holdes kunstigt liv i lavproduktive virksomheder med urentabel produktion. Hvis der holdes liv i dem, vil det blot forlænge processen med de nødvendige tilpasninger i erhvervslivet til skade for både beskæftigelse og velstand.

Kun en begrænset del af virksomhederne har de senere år angivet, at de mangler adgang til finansiering, som årsag til produktionsbegrænsninger. Set i et internationalt perspektiv har danske virksomheder haft god adgang til finansiering, både i løbet af krisen og i de senere år. Der er således ikke tegn på, at kreditbegrænsninger lægger en dæmper på det igangværende opsving i dansk økonomi.

KREDITGIVNING TIL VIRKSOMHEDER

Størstedelen af danske virksomheders gæld udgøres af realkreditgæld og gæld til pengeinstitutter, og i perioden op til finanskrisen øgede de den ganske betragteligt. Siden finanskrisens begyndelse har penge- og realkreditinstitutternes udlån til erhvervsvirksomheder derimod været nogenlunde

uændret, jf. figur 1 (venstre). Det skal ses i lyset af, at virksomhederne har haft et betydeligt positivt opsparingsoverskud (nettofordringserhvervelse) siden 2009. En del virksomheder har ønsket at konsolidere deres balancer for at blive mere modstandsdygtige over for stød til økonomien og gøre de fremtidige finansieringsmuligheder mere fleksible. Endvidere er danske virksomheder i begyndelsen af et opsving traditionelt i stand til at dække store dele af deres finansieringsbehov gennem opsparet indtjening. Efterspørgslen efter lån har derfor været begrænset i en årrække.

Udlånet fra realkreditinstitutter udgør en stadig større del af virksomhedernes samlede gæld til penge- og realkreditinstitutter. Det skal ses i lyset af pengeinstitutternes stramninger i kravene til sikkerhedsstillelse. Desuden har den stigende renteforskel mellem penge- og realkreditinstitutlån givetvis været en medvirkende årsag for virksomheder, der har mulighed for at stille fast ejendom som sikkerhed, jf. figur 1 (højre). Pengeinstitutter udgør dog fortsat en vigtig finansieringskilde, bl.a. fordi det kræver sikkerhed i fast ejendom at optage realkreditlån. Der er derfor betydelig variation mellem pengeinstitut- og realkreditfinansiering på tværs af brancher. Endvidere anvendes finansiering fra pengeinstitutter ofte til at dække virksomhedernes driftsmæssige finansierings-

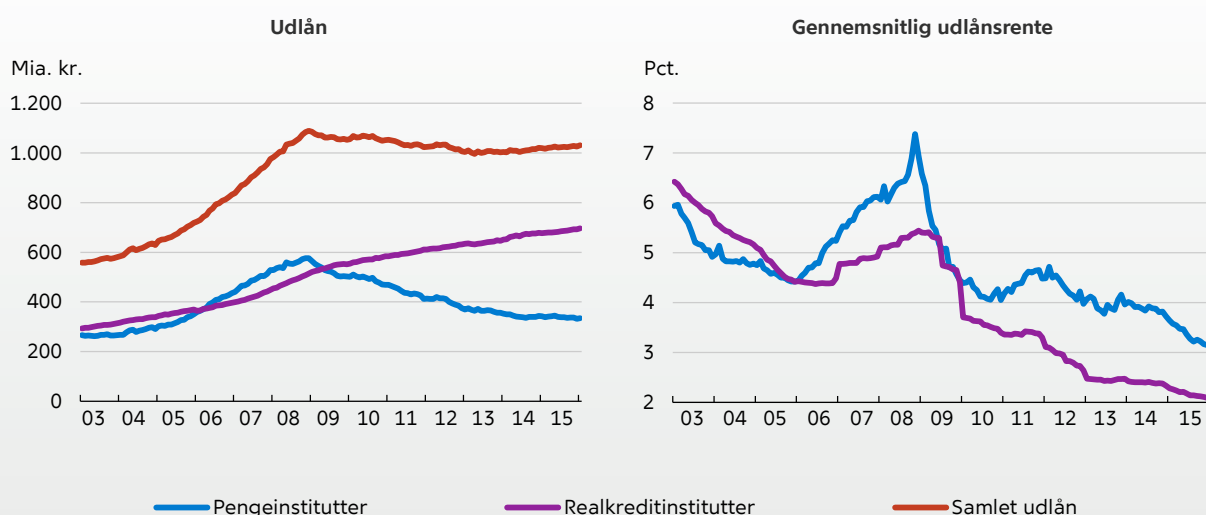
behov, mens realkreditfinansiering ofte er mere langsigtet.

Såvel penge- som realkreditinstitutter strammede kreditstandarderne betydeligt i begyndelsen af finanskrisen, jf. figur 2 (venstre). Stramningerne blev især gennemført som prisstigninger og øgede krav til sikkerhedsstillelse. Priserne er desuden blevet mere differentierede. Siden begyndelsen af 2014 har særligt pengeinstitutterne gradvist lempet kreditstandarderne lidt igen. Lempelserne har især været gennemført som prisnedsættelser, jf. figur 2 (højre). Det fremgår af institutternes kommentarer til besvarelsener i udlånsundersøgelsen, at især de mest kreditværdige virksomheder har fået lempet både kreditstandarder og priser. Lempelserne begrundes i mange tilfælde med øget konkurrence mellem institutterne, specielt om de bedste kunder. Finanstilsynet offentliggjorde i marts 2015 en undersøgelse af nybevilgede erhvervsudlån i udvalgte pengeinstitutter. I lighed med Nationalbankens udlånsundersøgelse viste den, at øget konkurrence mellem pengeinstitutterne kom til udtryk ved lavere udlånsrenter for de mest kreditværdige kunder og i mindre grad ved at lempe øvrige vilkår, som fx sikkerhedsstillelse.

Nationalbankens udlånsundersøgelse indikerer, at virksomhedernes efterspørgsel efter realkreditlån er steget svagt siden 2012, jf. figur 3. Omvendt

Penge- og realkreditinstitutters udlån og rentesatser over for erhverv

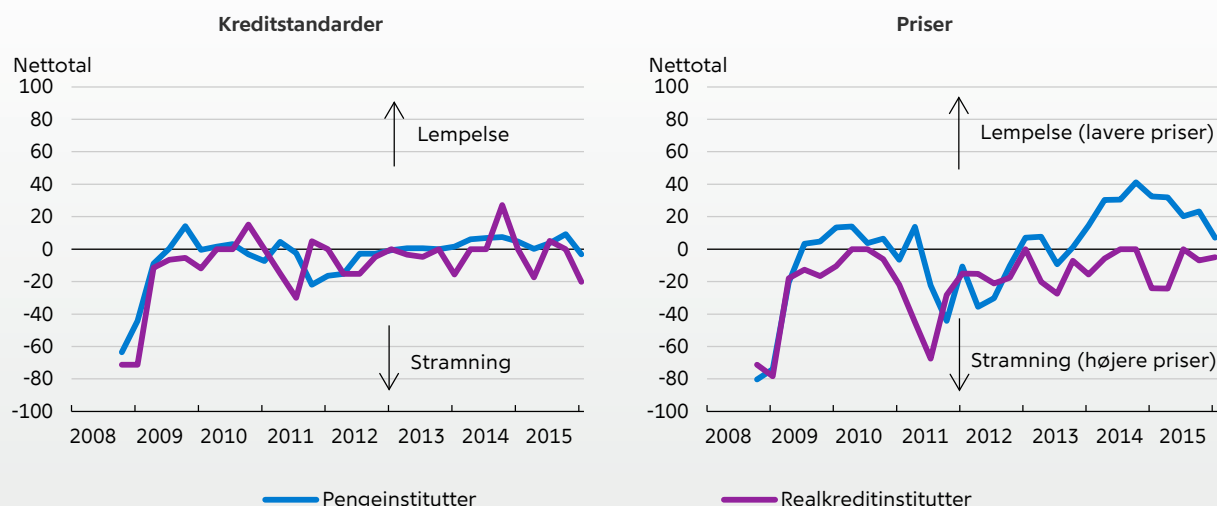
Figur 1



Anm.: Venstre figur: Udlånet er opgjort til nominel værdi og sæsonkorrigeret. Højre figur: Gennemsnitlig effektiv rente (inkl. bidrag) på udestående udlån. Rente på udlån fra realkreditinstitutter er ekskl. indekslån.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Ændring i kreditstander og priser

Figur 2



Anm.: Udlånsundersøgelsen er en kvalitativ statistik baseret på besvarelser fra de største danske penge- og realkreditinstitutter. Deres besvarelser tildes en værdi på -100, -50, 0, 50 eller 100, og værdien vægtes med instituttets andel af det samlede udlån. Nettallet kan dermed ligge mellem -100 og 100. Et negativt tal indikerer en stramning og et positivt en lempelse. Fx svarer et nettotal på -100 (100) til, at alle institutter har strammet (lempet) kreditstanderne meget, mens et nettotal på -50 (50) svarer til, at alle institutter har strammet (lempet) kreditstanderne lidt.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

er låneefterspørgslen fra pengeinstitutternes eksisterende kunder faldet i de fleste kvartaler siden 2012. I samme periode har pengeinstitutterne lempet kreditstanderne lidt. Da eksisterende kunder alt andet lige må forventes at være en større kundesgruppe end nye kunder, indikerer udlånsundersøgelsen således, at de seneste par års lave vækst i pengeinstitutternes udlån især er drevet af lav efterspørgsel efter lån.

For pengeinstitutternes vedkommende har efterspørgslen fra nye kunder været stigende og udviklet sig mere positivt end efterspørgslen fra eksisterende kunder. Det kunne betyde, at virksomhederne i højere grad end tidligere overvejer at skifte institut eller at benytte sig af mere end én bankforbindelse. Det er ligeledes et tegn på, at konkurrencen mellem pengeinstitutterne er øget.

Nationalbankens udlånsundersøgelse giver et indtryk af, hvordan virksomhedernes adgang til finansiering ser ud fra penge- og realkreditinstitutternes side. Der gennemføres også regelmæssigt spørgeskemaundersøgelser af virksomhedernes opfattelse af, hvordan vilkårene for at få lån er. Danmarks Statistiks konjunkturbarometre udarbejdes på basis af spørgeskemaundersøgelser blandt virksomheder inden for industri,

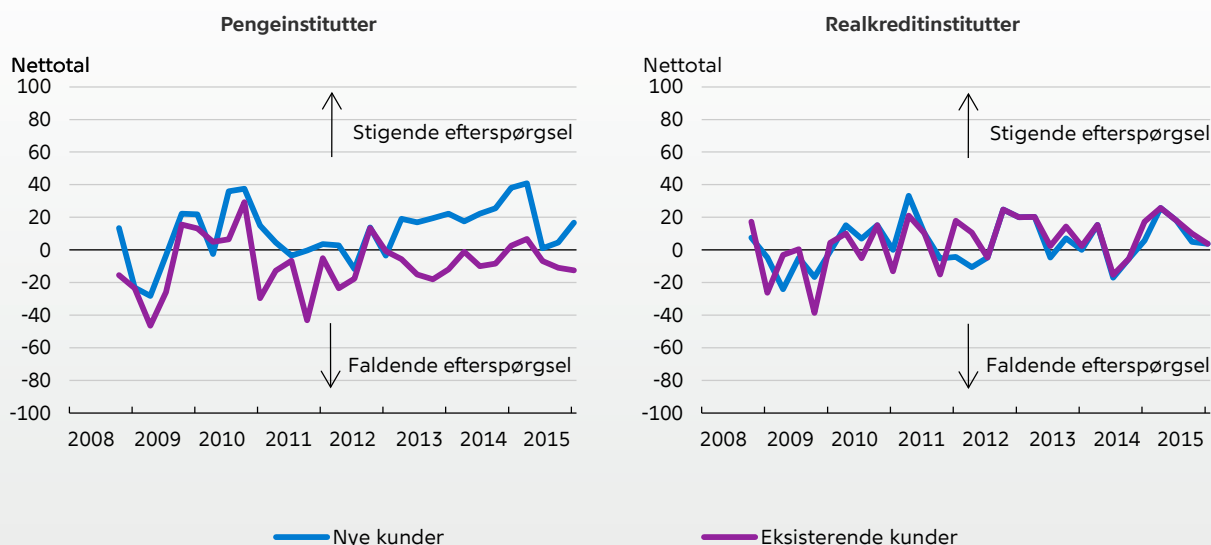
bygge og anlæg samt service. I gennemsnit har kun en lille andel af virksomhederne i de senere år angivet, at finansielle begrænsninger er årsagen til at måtte begrænse produktionen, jf. figur 4. Det kan endvidere nævnes, at virksomhederne nu hyppigere angiver mangel på arbejdskraft som kilde til produktionsbegrænsninger end mangel på finansiering.

SMÅ OG MELLEMSTORE VIRKSOMHEDERS ADGANG TIL FINANSIERING

Konjunkturbarometrene er vægtet på baggrund af beskæftigelse, og store virksomheder får derfor en relativt stor vægt. I det følgende ser vi nærmere på små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering på baggrund af nogle spørgeskemaundersøgelser gennemført af Danmarks Statistik. De detaljerede besvarelser sammenholdes med registerdata om virksomhederne. Det gør det fx muligt at analysere, hvorvidt der er sammenhæng mellem virksomhedernes nøgletal og udfaldet af deres låneansøgninger. Metode og resultater er uddybet og dokumenteret i Andersen og Kuchler (2016).

Ændring i efterspørgsel

Figur 3



Anm.: Udlånsundersøgelsen er en kvalitativ statistik baseret på besvarelser fra de største danske penge- og realkreditinstitutter. Deres besvarelser tildes en værdi på -100, -50, 0, 50 eller 100, og værdien vægtes med instituttets andel af det samlede udlån. Nettotallet kan dermed ligge mellem -100 og 100. Et negativt tal indikerer en lavere efterspørgsel end i det foregående kvartal og et positivt tal en højere efterspørgsel.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Den seneste spørgeskemaundersøgelse om emnet blev gennemført af Danmarks Statistik i 2014. En tilsvarende blev gennemført i 2010 og handler om adgangen til finansiering i 2007 og 2010. Af analyser af den undersøgelse fremgår det, hvor-

dan pengeinstitutterne under krisen strammede kreditgivningen efter at have givet meget lempelige lånevilkår forud for krisen, jf. Abildgren mfl. (2013).

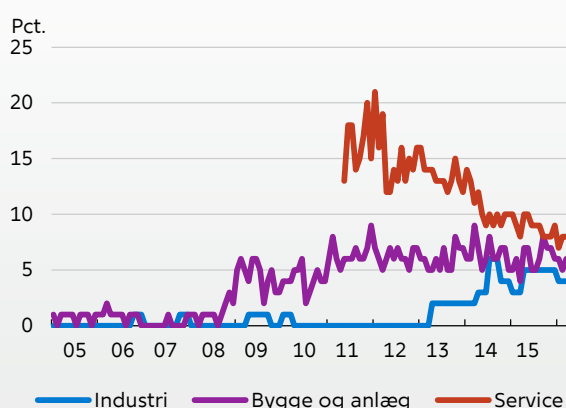
I denne analyse anvendes spørgeskemadata for 2007, 2010 og 2014 for omkring 2.000 virksomheder med mellem 5 og 249 ansatte. Oplysningerne sammenkobler vi med registerdata fra Danmarks Statistiks regnskabs- og firmastatistik, som indeholder information om bl.a. virksomhedernes beskæftigelse, omsætning, resultat før skat, egenkapital og samlede kapital.

Undersøgelserne omhandler virksomhedernes adgang til finansiering, som bl.a. omfatter lån fra penge- og realkreditinstitutter. Langt størstedelen af de små og mellemstore virksomheder, der indgår i analysen, har ikke søgt lånefinansiering i det pågældende år, jf. figur 5. Det gælder for godt 80 pct. af de adspurgte virksomheder i 2014. Andelen er på niveau med den tilsvarende andel både før og under krisen, og ændringerne mellem de tre tidsperioder kan i nogen grad tilskrives statistisk usikkerhed ved stikprøveundersøgelsen.

Virksomheder, der ikke søger lånefinansiering, udgør altså størstedelen af virksomhederne i undersøgelsen for 2014. Heraf undlod omkring

Andel af virksomheder med produktionsbegrænsninger som følge af mangel på finansiering

Figur 4

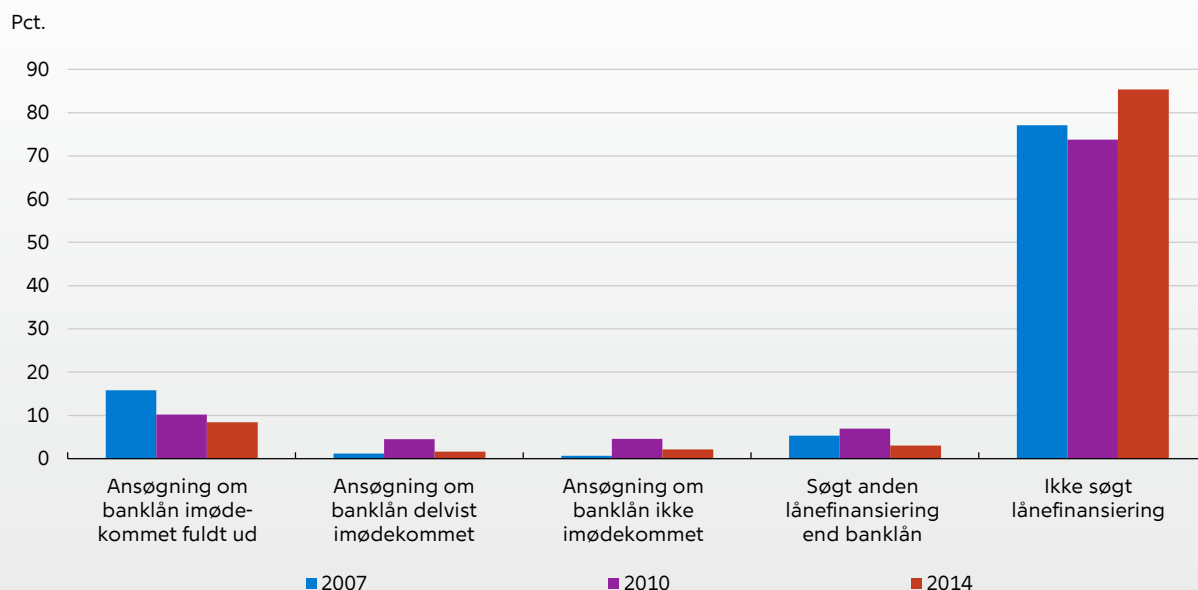


Anm.: I 1. og 2. kvartal 2013 er spørgeskemaerne ændret, hvilket har medvirket til, at besvarelserne "ingen begrænsninger" er faldet til fordel for svarmuligheder med begrænsninger. Data for industri er kvartalsvis, mens data for øvrige brancher er månedsvise.

Kilde: Danmarks Statistik.

Fordeling af virksomhederne i analysen

Figur 5



Anm.: Banklån omfatter ikke kassekreditter. Anden lånefinansiering end banklån omfatter bl.a. lån fra realkreditinstitutter eller virksomhedens ejere og ansatte.

Kilde: Egne beregninger på virksomhedsdata fra Danmarks Statistik.

70 pct. at søge, fordi de ikke havde behov for at låne. De er samtidig i gennemsnit de mest solide virksomheder, jf. figur 6.¹ En lav efterspørgsel efter lån skal ses i lyset af, at virksomhederne har haft et betydeligt opsparingsoverskud siden 2009 og derfor må forventes at være i stand til at dække store dele af deres finansieringsbehov gennem opsparet indtjening. Desuden undlader en mindre gruppe at søge, fordi de forventer at få afslag. De virksomheder er i gennemsnit mindre solide end øvrige virksomheder.

De virksomheder, der helt eller delvist får godkendt deres låneansøgning hos penge- og realkreditinstitutter, er mere solide end de virksomheder, der får afslag, jf. figur 6. Det samme billede ses, hvis man anvender andre nøgletal end soliditetsgraden, fx overskudsgrad, jf. Andersen og Kuchler (2016). Virksomheder med højere renteomkostninger i forhold til deres samlede gæld får også oftere afslag på deres låneansøgninger, jf. figur 7. Der er normalt en tæt sammenhæng mellem en virksomheds lånerente og dens kreditværdighed. Sammenfattende indikerer ovenstående derfor klart, at mere kreditværdige virksom-

heder er bedre i stand til at opnå lånefinansiering end mindre kreditværdige.

I en mere formel økonometrisk analyse i Andersen og Kuchler (2016) indikeres ligeledes, at de mere solide virksomheder både i 2010 og 2014 havde større sandsynlighed for at få deres låneansøgninger imødekommet end mindre solide. Før krisen, i 2007, var der ikke den sammenhæng, jf. boks 1.

En virksomheds produktivitetsniveau har ligeledes betydning for dens beslutning om at ansøge om lånefinansiering og for udfaldet, hvis den søger, jf. figur 8. Overordnet set søger en lidt større andel af de mere produktive virksomheder om lån sammenlignet med de mindre produktive. Dog søger de mest produktive virksomheder i mindre grad om lån.

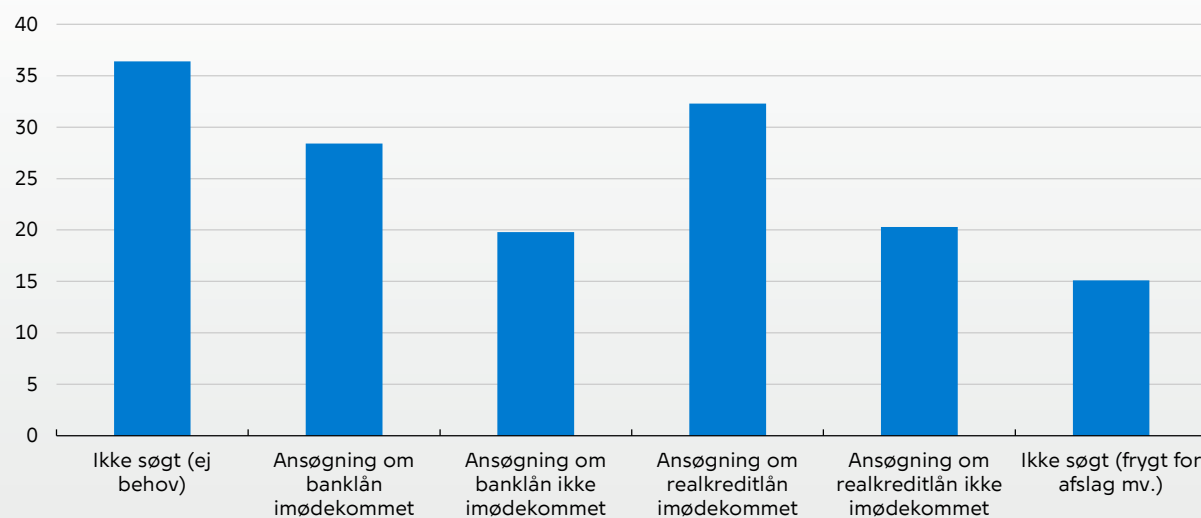
En virksomheds produktivitet er ofte afgørende for dens evne til at skabe overskud og profitable muligheder for at udvide virksomhedens aktiviteter. Der er da også en klar tendens til, at de mest produktive virksomheder i højere grad end mindre produktive får deres ansøgninger om lån imødekommet.

¹ En virksomheds soliditetsgrad udregnes som egenkapital i forhold til de samlede aktiver.

Virksomhedernes soliditetsgrad – opdelt på status for låneansøgning

Figur 6

Gennemsnitlig soliditetsgrad i 2014, pct.



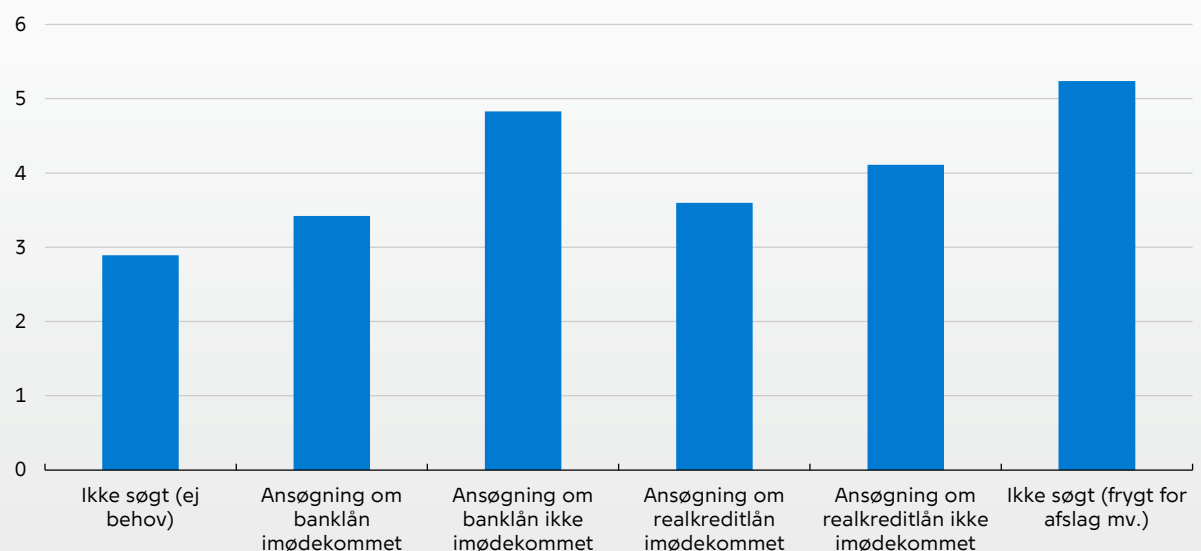
Anm.: Banklån omfatter ikke kassekreditter. En virksomheds soliditetsgrad udregnes som egenkapital i forhold til de samlede aktiver. En låneansøgning er kategoriseret som imødekommet, hvis den blev helt eller delvist imødekommet.

Kilde: Egne beregninger på virksomhedsdata fra Danmarks Statistik.

Virksomhedernes implicitte renteniveau opdelt på status for låneansøgning

Figur 7

Gennemsnitlig implicit rente på bruttogæld i 2014, pct.



Anm.: Den implicitte rente på bruttogæld er defineret som virksomhedens renteomkostninger og lignende i forhold til virksomhedens samlede gæld ultimo året. Banklån omfatter ikke kassekreditter. En låneansøgning er kategoriseret som imødekommet, hvis den blev helt eller delvist imødekommet.

Kilde: Egne beregninger på virksomhedsdata fra Danmarks Statistik.

Andersen og Kuchler (2016) estimerer en økonometrisk model for udfaldet af virksomhedernes ansøgning om lån i pengeinstitutter for årene 2007, 2010 og 2014 på basis af spørgeskemadata for omkring 2.000 virksomheder med 5-249 ansatte. Oplysningerne sammenkobles med registerdata fra Danmarks Statistiks regnskabs- og firmastatistik, så vi får information om bl.a. virksomhedernes beskæftigelse, omsætning, resultat før skat, egenkapital og samlede aktiver.

Det er ikke tilfældigt, hvilke virksomheder der vælger at ansøge om lån i pengeinstitutter. Det kan have betydning for udfaldet af låneansøgningerne. For at tage højde for det estimeres en bivariat probit model med stikprøveselektion for hvert af de tre år.

Sandsynligheden for, at en virksomheds ansøgning om lån imødekommes fuldt ud, modelleres i en standard probit model:

$$P(y_1=1|x) = \Phi(x\beta),$$

hvor y_1 er en binær variabel, som antager værdien 1, hvis virksomhedens låneansøgning imødekommes fuldt ud. Værdien sættes til 0, hvis låneansøgningen ikke imødekommes fuldt ud. Endvidere er x en vektor med forklarende variable, og Φ er den kumulerede fordelingsfunktion for standard-normalfordelingen.

Udfaldet af låneansøgningen, y_1 , observeres kun for virksomheder, der har ansøgt om lån. Lad y_2 være en ny binær variabel med værdien 1, hvis virksomheden har søgt om lån

i et pengeinstitut, og 0, hvis virksomheden ikke har søgt. Vi kan da opstille yderligere en probit model:

$$P(y_2=1|z) = \Phi(z\delta),$$

hvor z er en vektor med variable, der forklarer selektionen. De to ligninger estimeres simultant ved hjælp af maximum likelihood. Dermed tager vi højde for potentiel korrelation mellem fejledene i de to ligninger.

I tabellen nedenfor vises resultaterne i form af koefficient-estimater og marginale effekter, hvor der er korigeret for potentiel selektion som beskrevet ovenfor. Den marginale effekt angiver ændringen i sandsynligheden (i procentpoint) for at få imødekommet en låneansøgning som følge af en ændring på én enhed i den forklarende variabel. De marginale effekter er udregnet på baggrund af gennemsnitsværdier for de øvrige forklarende variable.

Tallene indikerer overordnet set, at der i 2007 ikke var nogen statistisk signifikant sammenhæng mellem en virksomheds karakteristika og dens sandsynlighed for at få godkendt en låneansøgning. Derimod havde de mere solide virksomheder både i 2010 og 2014 en større sandsynlighed for at få deres låneansøgninger imødekommet end mindre solide. I 2010 spillede virksomhedernes lønsomhed og likviditet også en væsentlig rolle for sandsynligheden for at få imødekommet en låneansøgning.

Model for imødekommelse af virksomhedernes ansøgning om lån i pengeinstitutter

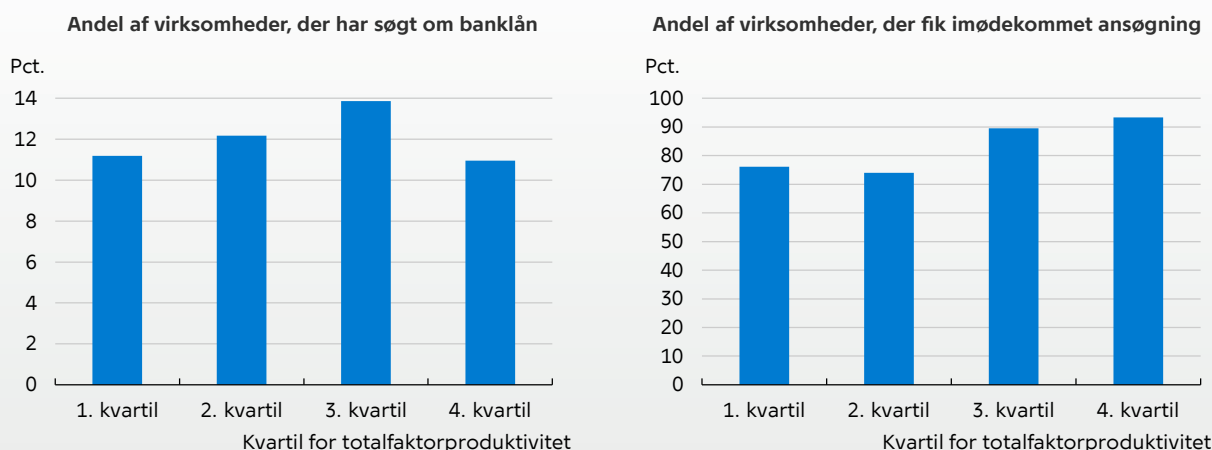
	2007		2010		2014	
	Koefficient- estimat	Marginal effekt	Koefficient- estimat	Marginal effekt	Koefficient- estimat	Marginal effekt
Soliditetsgrad	0,334	0,038	*0,865	0,203	**1,858	0,391
Overskudsgrad	-0,019	-0,002	**1,492	0,350	0,345	0,073
Implicit rente	-1,088	-0,124	-1,963	-0,460	-5,297	-1,116
Likviditetsgrad (snæver)	5,572	0,634	*1,589	0,373	-2,020	-0,426
Andel af kort gæld	-0,932	-0,106	0,347	0,081	1,109	0,234
Log (antal ansatte)	-0,110	-0,013	-0,053	-0,012	-0,135	-0,028
Antal observationer	927		1.035		625	

Anm.: Resultaterne udtrykker sandsynligheden for, at en låneansøgning imødekommes fuldt ud. Alle specifikationer indeholder en konstant. Der er korigeret for stikprøveselektion ved brug af tilsvarende kontrolvariable samt en indikator for, om virksomheden har søgt andre typer lånefinansiering end lån fra pengeinstitutter. Den marginale effekt angiver ændringen i sandsynligheden som følge af en stigning i den forklarende variabel på én enhed. For kategoriske variable (dummy-variable) angiver den marginale effekt dog forskellen i sandsynligheden mellem to virksomheder, hvor den eneste forskel er, om kategorien for den pågældende dummy-variabel er sand eller falsk. Marginale effekter er beregnet ud fra gennemsnittet af de forklarende variable. * p<0,10, ** p<0,05, ***p<0,01.

Kilde: Andersen og Kuchler (2016).

Virksomhedernes produktivitet og låneansøgninger, 2014

Figur 8



Anm.: En låneansøgning er kategoriseret som imødekommet, hvis den er blevet helt eller delvist imødekommet. I højre figur indgår kun virksomheder, der har søgt om banklån. Virksomhedernes produktivitet er beregnet som totalfaktorproduktiviteten, TFP, og estimeret på data for de pågældende virksomheder i perioden 2001-14, jf. Andersen og Kuchler (2016).

Kilde: Egne beregninger på virksomhedsdata fra Danmarks Statistik.

I kølvandet på udbruddet af finanskrisen strammede pengeinstitutterne deres kreditstandarder. I 2007 fik godt 80 pct. af de mindst solide virksomheder med en soliditetsgrad på mindre end 0,1 imødekommet deres låneansøgning, jf. figur 9. I 2010 var tallet reduceret til godt 40 pct. Lignende stramninger blev gennemført over for virksomheder med højere soliditetsgrader, selv om de stadig i højere grad fik imødekommet deres låneansøgninger end virksomheder med lav soliditet.

I 2014 ses en tendens til, at kreditgivningen er mere lempelig for de mere solide virksomheder, særligt for gruppen med soliditetsgrader i intervallet 0,1-0,2. Her er andelen af dem, der fik deres låneansøgning imødekommet fuldt ud, steget fra knap 40 til omkring 75 pct. Der er ikke lempet på kreditstandarderne over for de mindst solide virksomheder. Tendensen til at lempe over for de solide virksomheder er ens på tværs af hovedbrancher, jf. Andersen og Kuchler (2016).

VIRKSOMHEDERNES ADGANG TIL FINANSIERING I INTERNATIONALT PERSPEKTIV

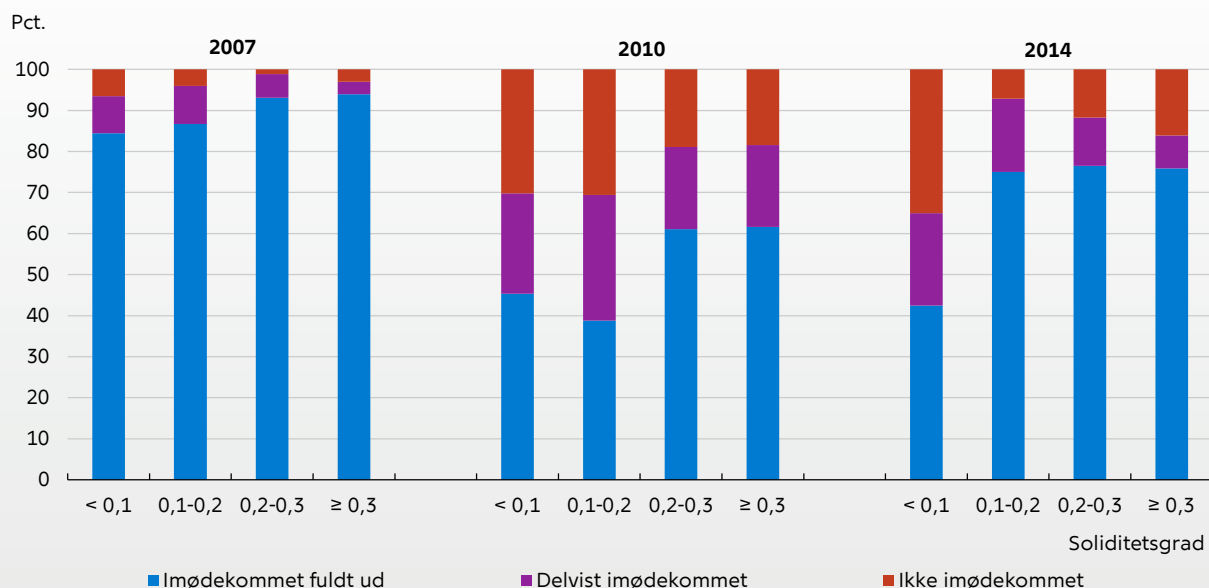
På trods af internationale forskelle i virksomhedernes finansieringsstruktur udgør gældsfinansiering en central finansieringskilde for virksomhederne i de fleste lande. Europa-Kommissionen gennemfører i samarbejde med Den Europæiske Centralbank, ECB, en tilbagevendende undersøgelse af små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering i alle 28 EU-lande. I modsætning til Danmarks Statistiks undersøgelse, som omfatter virksomheder med mellem 5 og 249 ansatte, indgår også de mindste virksomheder med ned til 1 ansat i Kommissionens undersøgelse. Resultaterne af de to undersøgelser falder dog generelt rimeligt sammen.

Sammenlignet med virksomheder i de øvrige EU-lande søgte en relativt lav andel af de små og mellemstore danske virksomheder finansiering i et pengeinstitut i 2014, jf. figur 10 (venstre).² Det afspejler bl.a., at realkredit er en vigtig finansieringskilde for dem. Ifølge undersøgelsen fik 80 pct. af de danske virksomheder, der søgte om lån i et pengeinstitut i 2014, godkendt deres låneansøgning fuldt ud, jf. figur 10 (højre). Den

² Grundet det lave antal danske virksomheder, der har søgt om lånefinansiering i undersøgelsen for 2015, anvendes data fra 2014.

Udfaldet af virksomheders ansøgning om banklån – opdelt efter soliditetsgrad

Figur 9



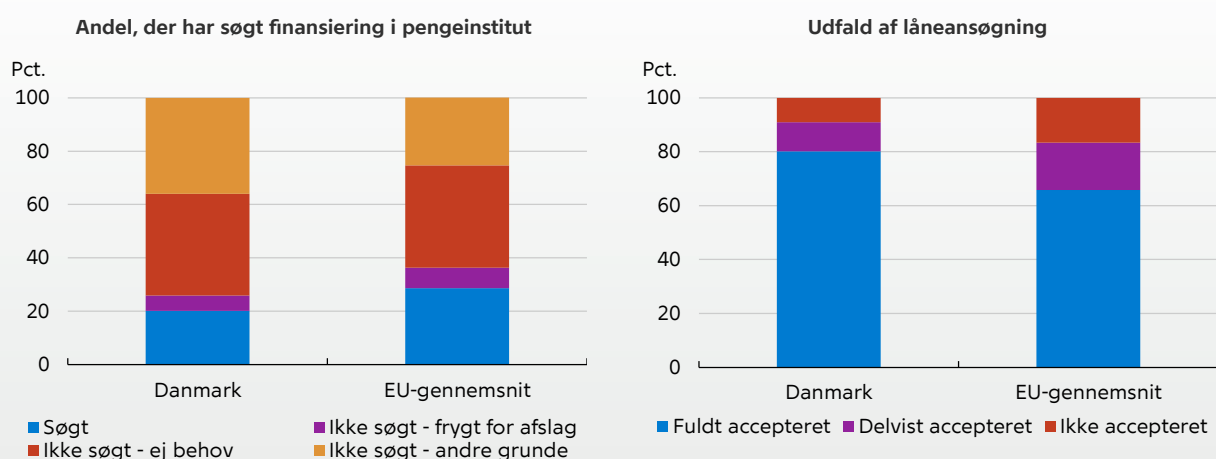
Anm.: Banklån omfatter ikke kassekreditter. En virksomheds solvitetsgrad udregnes som egenkapital i forhold til de samlede aktiver.
Kilde: Egne beregninger på virksomhedsdata fra Danmarks Statistik.

tilsvarende andel af virksomhederne i hele EU var 66 pct. Ud over hvordan virksomhederne opfatter adgangen til finansiering, kan man få en indikation af omfanget af finansielle begrænsnin-

ger ved at analysere udviklingen i virksomheder- nes regnskabstal. En sådan analyse er gennemført i en række EU-lande, herunder Danmark, jf. boks 2. Generelt indikerer resultaterne, at danske virk-

Virksomheder fordelt efter, om de har søgt finansiering i pengeinstitutter, samt udfaldet

Figur 10



Anm.: Undersøgelsen er gennemført i september og oktober 2014. I højre figur indgår kun virksomheder, der har søgt om finansiering i et pengeinstitut. EU-gennemsnit er beregnet som et vægtet gennemsnit af alle 28 EU-medlemslande. Virksomheder, der har afslået et låne- tilbud grundet for høj rente, regnes som ikke accepteret.
Kilde: Europa-Kommissionen og ECB's survey on access to finance for small and medium-sized enterprises, SAFE.

For at vurdere omfanget af finansielle begrænsninger i forskellige lande kan man se på en indikator for finansielt begrænsede virksomheder udviklet i det såkaldte Competitiveness Research Network, CompNet. CompNet er et forsknings-netværk koordineret af Den Europæiske Centralbank, ECB, og en række nationale centralbanker i Europa deltager.¹

For at fastlægge indikatoren defineres virksomhed i 's finansieringsbehov, F_{it} , som

$$F_{it} = I_{it} - CF_{it}$$

hvor I_{it} er reale nettoinvesteringer (dvs. investeringer i anlægsaktiver og stigning i omsætningsaktiver med undtagelse af likvide aktiver) i år t og CF_{it} er det såkaldte cash flow i år t (defineret som overskud plus afskrivninger). Finansieringsbehovet kan ses som udtryk for virksomhedens nettofordringserhvervelse (med modsat fortegn). Virksomheder med positivt finansieringsbehov har behov for yderligere finansiering, da de ikke kan dække deres reale investeringer med deres cash flow. Virksomheder, der har et positivt finansieringsbehov, men som ikke finansierer sig eksternt, fx gennem låneoptagelse eller aktieudstedelse, klassificeres som finansielt begrænsede. De benytter sig i stedet af intern finansiering, fx via tilbageholdt indtjening. Endvidere klassificeres virksomheder, som har et positivt finansieringsbehov og likvider aktiver (dvs. virksomheder med negative nettoinvesteringer) som finansielt begrænsede, uanset om de finansierer sig eksternt, ud fra en hypotese om, at de ikke er i stand til at tiltrække tilstrækkelig ekstern finansiering til at vedligeholde deres kapitalapparat.

Ifølge metoden klassificeres 6 pct. af de danske virksomheder som finansielt begrænsede i 2012, som er det seneste

år med fuldt sammenlignelige data for de øvrige lande.

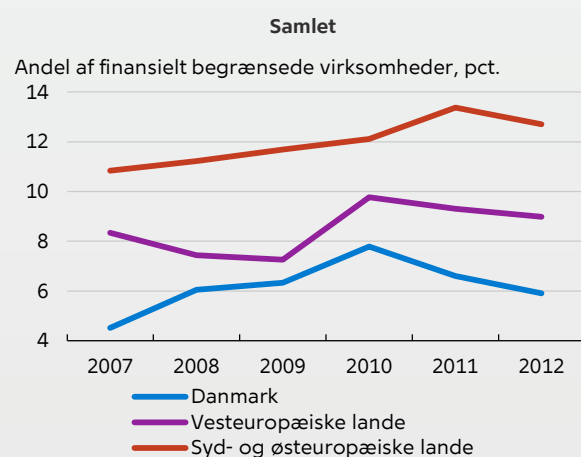
Niveauet svarer til fx det niveau, der fremgår af Danmarks Statistiks konjunkturbarometre, jf. figur 4.

En væsentlig antagelse bag indikatoren er, at virksomheder kun benytter sig af intern finansiering, hvis de ikke er i stand til at opnå ekstern finansiering. En sådan antagelse kan diskuteres i en dansk sammenhæng, idet virksomhederne i Danmark som noget helt normalt i relativt høj grad finansierer sig via tilbageholdt indtjening, jf. Petersen og Risbjerg (2009). Virksomhederne har endvidere haft et betydeligt positivt opsparingsoverskud siden 2009, jf. bl.a. Abildgren mfl. (2014), hvorfor finansiering via tilbageholdt indtjening især må forventes at have haft betydning i de senere år. Andelen af danske virksomheder, der klassificeres som finansielt begrænsede, er noget lavere, når der tages hensyn til finansiering via tilbageholdt indtjening, jf. Andersen og Kuchler (2016).

Sammenlignet med andre lande er omfanget af finansielle begrænsninger blandt danske virksomheder relativt lavt, jf. figuren (venstre). Endvidere ses i figuren de lempelige kreditstandarde i Danmark op til krisen og den efterfølgende opstramning, der bragte omfanget af finansielle begrænsninger blandt danske virksomheder nærmere niveauet for de øvrige vesteuropæiske lande.

Såvel i Danmark som i de øvrige lande er der en sammenhæng mellem virksomhedernes arbejdsproduktivitet og finansielle begrænsninger, jf. figuren (højre). Virksomheder med lav arbejdsproduktivitet er i højere grad finansielt begrænsede end dem med høj arbejdsproduktivitet. Kredittal-lokeringen medvirker derfor til at understøtte en positiv produktivitetsudvikling. Generelt indikerer resultaterne, at danske virksomheder i international sammenligning har relativt god adgang til finansiering.

Finansielt begrænsede virksomheder i Danmark og øvrige EU-lande



Anm.: Figurene er baseret på virksomheder med mindst 20 fuldtidsansatte. Vesteuropæiske lande: Belgien, Frankrig og Tyskland. Syd- og østeuropæiske lande: Estland, Italien, Litauen, Polen, Portugal, Spanien (fra 2009), Slovenien og Ungarn. Resultater fra de enkelte lande er sammenvægtet med størrelsen af deres bruttonationalprodukt, BNP. 1. decilgruppe for arbejdsproduktivitet udgøres af de 10 pct. af virksomhederne, der har lavest arbejdsproduktivitet, mens 10. decilgruppe udgøres af de 10 pct. af virksomhederne, der har højest arbejdsproduktivitet. Arbejdsproduktivitet er defineret som værditilvækst divideret med antal fuldtidsbeskæftigede.

Kilde: ECB og egne beregninger på virksomhedsdata fra Danmarks Statistik.

1. Yderligere oplysninger om metoden kan findes i Ferrando mfl. (2015) og Lopez-Garcia mfl. (2015).

somheder i en international sammenligning har god adgang til finansiering, og at pengeinstitutternes kreditvurdering i stor udstrækning medfører, at lånekapitalen går til de mest produktive virksomheder.

Der er dog også tegn på, at de mindst produktive virksomheder i Danmark i relativt lav grad er finansielt begrænsede sammenlignet med virksomheder i andre lande. Det er vigtigt at sikre, at der i en periode med et ekstraordinært lavt renteniveau ikke holdes kunstigt liv i lavproduktive virksomheder med urentabel produktion. Ellers vil det blot forlænge de nødvendige tilpasninger i erhvervslivet til skade for såvel beskæftigelse som velstand.

LITTERATUR

Abildgren, Kim, Peter Askjær Drejer og Andreas Kuchler (2013), Banks' loan rejection rates and the creditworthiness of the banks' corporate customers, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol. 151, nr. 2.

Abildgren, Kim, Carina Moselund Jensen, Mark Strøger Hansen, Mark Strøm Kristoffersen, Andreas Kuchler og Oxana Skakoun (2014), Virksomhedernes kapitalstruktur, produktivitet og adgang til finansiering, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Andersen, Svend Greniman og Andreas Kuchler (2016), Credit standards and capital allocation in a low interest rate environment, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 107.

Ferrando, Annalisa og Alessandro Ruggieri (2015), Financial constraints and productivity: Evidence from Euro Area companies, *ECB Working Paper*, nr. 1823.

Lopez-Garcia, Paloma, Filippo di Mauro og CompNet Task Force (2015), Assessing European competitiveness: The new CompNet micro-based database, *ECB Working Paper*, nr. 1764.

Petersen, Christina og Lars Risbjerg (2009), Danske virksomheders finansiering i et makroøkonomisk perspektiv, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 62.