

Mars 2017

SNS ANALYS

nr 40

Okonventionell kredit till företag under finanskrisen

D EN INTERNATIONELLA FINANSKRISEN kring 2008 drabbade Sverige med full kraft. Förtroendet för banksystemet

rubbad. Och både BNP-tillväxten och investeringarna föll kraftigt under 2009. Regeringen, Riksbanken och Riksgälden gick in med omfattande stödåtgärder för att säkerställa den finansiella stabiliteten.

Det framkom tecken på att företag hade svårt att få banklån. Regeringen kom då med förslaget att företagen skulle få möjlighet att skjuta upp inbetalningen av preliminära skatter och arbetsgivaravgifter för sina anställda. Företagen skulle således kunna få en kredit av staten om de utnyttjade denna möjlighet.

Drygt 1 000 företag ur den population som studeras kom att använda sig av detta låneprogram. Här analyseras vad som utmärker dessa företag och vilka effekter programmet hade på skuldsättning och investeringar.



FÖRFATTARE

Gustav Martinsson, forskare och lektor i finansiell ekonomi vid Kungliga Tekniska högskolan.

E-post: gustav.martinsson@indek.kth.se

SKRÄDDARSYTT LÅNEPROGRAM. Programmet hade flera intressanta egenskaper: det inriktade sig på lönekostnader snarare än på vinstskatter; de administrativa metoderna för inhämtning av skatter var välkända för företagen; inga säkerheter krävdes och företagen behövde inte ansöka om lånet och vänta på godkännande samt att räntenivån sattes avsiktligt ganska högt för att inte tränga ut lån med marknadsmässiga räntor.

TILLVÄXTFÖRETAG TOG LÅN. Företag med lägre kassaflöden, låg kassa och bank, högre skuldsättningsgrad och omsättningstillväxt, som betalar lägre aktieutdelningar och som är yngre var mer benägna att använda nödlåneprogrammet.

KREDITEN ANVÄNDES TILL INVESTERINGAR.

Företagen ökade sin skuldsättning med lika mycket som värdet av de lån de tog. De investerade två tredjedelar av krediten i rörelsekapital och en tredjedel i fasta tillgångar. Det innebär att de företag som tog emot de statliga lånen troligen var finansieringsbegränsade och att lånen fyllde sitt syfte att motverka detta.



SNS ANALYS En stor del av den forskning som bedrivs är vid sin publicering anpassad för vetenskapliga tidskrifter. Artiklarna är ofta teoretiska och inomvetenskapligt specialiserade. Det finns emellertid mycket forskning, framför allt empirisk och policyrelevant sådan, som är intressant för en bredare krets. Målet med SNS Analys är att göra denna forskning tillgänglig för beslutsfattare i politik, näringsliv och offentlig förvaltning och bidra till att forskningen når ut i medierna. Finansiellt bidrag har erhållits från Jan Wallanders och Tom Hedelius Stiftelse. Författarna svarar helt och hållet för analys, slutsatser och förslag.



Den rådande finanskrisen har lett till att många företag fått akuta likviditetsproblem på grund av att utlåningen från banker och andra finansinstitut inte fungerar normalt.

Så lyder bakgrundsbeskrivningen i regeringens proposition från januari 2009 om ett nödlåneprogram via skattesystemet. Programmet erbjöd företagen ökade möjligheter att skjuta upp skatt och arbetsgivaravgifter år 2009.¹

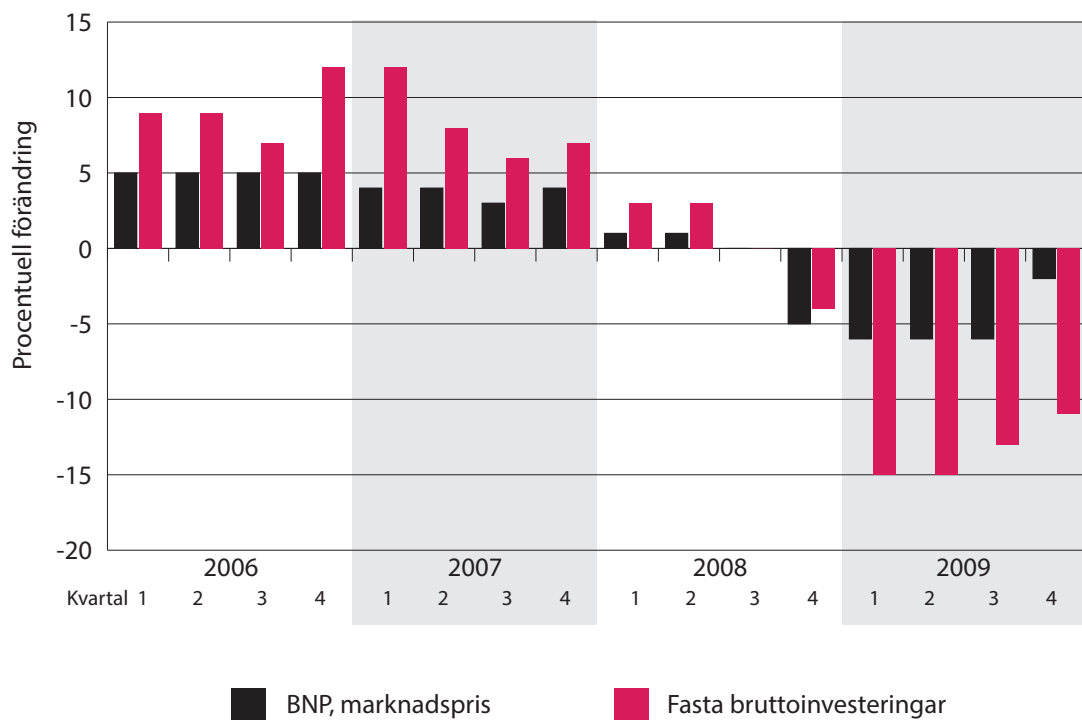
Finanskrisen påverkade Sverige. Både BNP-tillväxt och investeringar föll kraftigt under det fjärde kvartalet 2008 och under 2009 (se figur 1). Även den så kallade TED-spreaden (se faktaruta) steg gradvis från cirka 40 ränte-

la den finansiella stabiliteten. Dessutom fick Exportkreditnämnden, Svensk Exportkredit och Almi Företagspartner betydande tillskott för att främja företagssektorn. Trots dessa massiva insatser gick regeringen vidare och lanserade ett stödprogram för likviditetsbegränsade företag.

Forskning visar att det är yngre, växande företag som är beroende av likvida finansmarknader för att kunna få extern finansiering.³ Forskningsresultat från framför allt USA visar att finanskrisen påverkade både investeringar och sysselsättning för företag som hade tillväxtpöjligheter och som begränsades av kreditåt-

Finanskrisens dramatiska utveckling ...

Figur 1. BNP och investeringar 2006–2009.



Källa: Statistiska centralbyrån.

Anm.: Figuren visar volymförändring i procent från motsvarande kvartal föregående år under perioden 2006–2009.

... tvingade staten att vidta massiva stödåtgärder.

punkter i början av 2008 upp till 160 räntepunkter i oktober samma år. Denna dramatiska utveckling på finansmarknaderna tvingade fram omfattande åtgärder från regeringen, Riksgälden och Riksbanken.² Riksbanken fick gå in och stödja banksystemet för att säkerstäl-

stramning.⁴ Det är dock inte lätt att bevisa att

¹ Prop. 2008/09:113, s. 6.

² De olika insatser som nämns här är hämtade från Tillväxtanalys (2013).

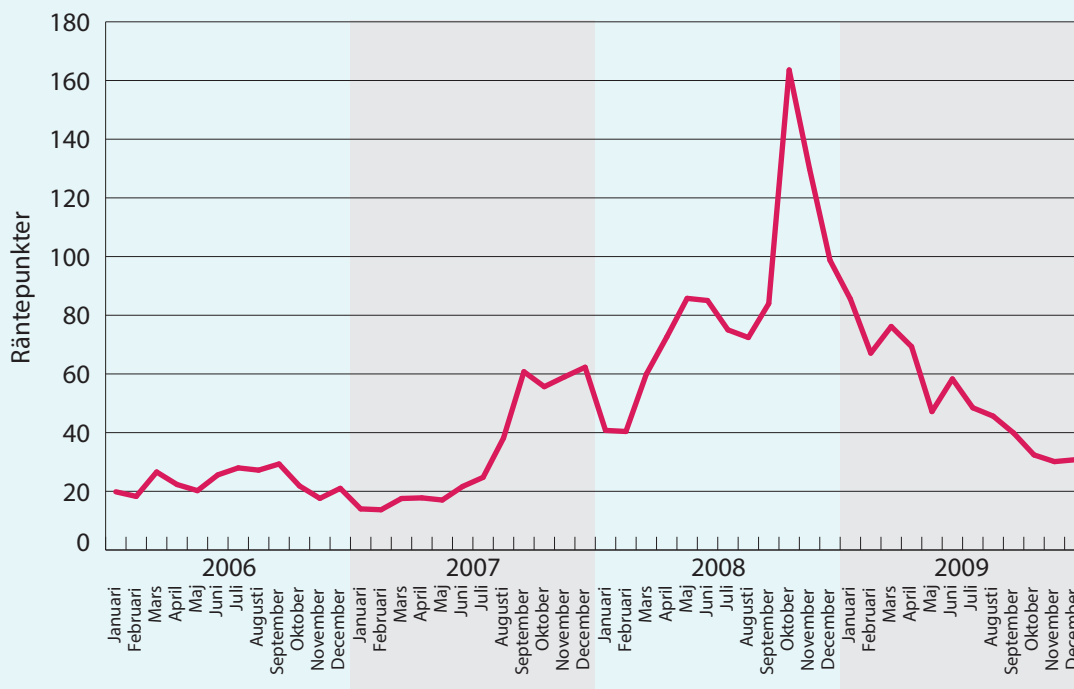
³ Se till exempel Beck, Demirgüç-Kunt och Maksimovic (2008) eller Brown, Martinsson och Petersen (2013).

⁴ Se Duchin, Ozbas och Sensoy (2010) för en studie om kapitalinvesteringar och Chodrow-Reich (2014) gällande sysselsättning. Ivashina och Scharfstein (2010) kartlägger hur dramatiskt den amerikanska bankutlåningen faller för investeringar fjärde kvartalet 2008. Campello m.fl. (2011) visar på att de företag som inte hade en betydande kassa drabbades hårdare. Campello, Graham och Harvey (2010) genomförde en enkätstudie bland finansdirektörer i ett antal länder och fann att flera har ställt in vad de bedömer vara

TED-spread

Ett sätt att studera hur pass mycket den internationella finanskrisen påverkade Sverige är att studera den så kallade TED-spreaden, som utgörs av skillnaden mellan tremånaders interbankräntan STIBOR och räntan på tremånaders svenska statskuldsväxlar. Genom att studera denna skillnad får man en uppfattning om motpartsrisken i banksystemet och omfattningen av finanskrisen på den svenska kreditmarknaden. Den svenska TED-spreaden uppgick till 160 räntepunkter i oktober 2008 (se figur 2). Senast Sverige upplevt liknande nivåer var i slutet av 1992 då TED-spreaden låg på runt 120–130 räntepunkter. Genomsnittlig TED-spread från januari 1993 till december 2007 (alltså tiden mellan de två toppnoteringarna) är 20 räntepunkter.

Figur 2. Månatlig TED-spread 2006–2009.



Källa: Riksbanken.

Anm.: Figuren visar genomsnittlig TED-spread under perioden 2006–2009. TED-spread är skillnaden mellan tremånadersräntan STIBOR och tremånadersräntan på svenska statskuldsväxlar.

det var finanskrisens kreditåtstramning som medförde att potentiellt lönsamma projekt inte genomfördes. När Almi, Konjunkturinstitutet och Riksbanken frågade små och medelstora företag om det hade blivit svårare och/eller dyrare att få banklån var emellertid svaret ja.⁵ Regeringens uttalade syfte med att ge företag

lönsamma projekt på grund av att kreditillgången hade gått ner dramatiskt. Kahle och Stulz (2013) modererar dock bilden en aning genom att ifrågasätta en del av resultaten ovan med att studierna inte tillräckligt beaktat den fallande efterfrågan.

⁵ Tabell R2 i Riksbanken (2009). Ekici, Guiborg och Åsberg-Sommar (2009) menar att på grund av de kraftfulla åtgärder som regeringen, Riksgälden och Riksbanken genomfört råder det ingen allvarlig situation beträffande kreditillgången i Sverige.

möjlighet att skjuta upp inbetalningen av preliminära skatter och arbetsgivaravgifter var också att begränsa de likviditetsproblem som uppstått genom finanskrisen. Dessutom var detta låneprogram frivilligt och erbjöds till i stort sett samtliga företag. Därmed uppstod en unik möjlighet att studera vilka företag som själva bedömde att de behövde likviditetsförstärkning till följd av finanskrisen. I en forskningsstudie studerar jag och två medförfattare vilka effekter detta låneprogram hade på företags skuldsättningsgrad och investeringar.⁶

⁶ Brown, Martinsson och Thomann (2016).



En tillfällig lag ...

Statliga insatser under finanskrisen

Under finanskrisen 2008 och 2009 genomförde regeringen, Riksgälden, Finansinspektionen och, framför allt, Riksbanken ett stort antal insatser.⁷ Riksbankens likviditetsstöd till de svenska bankerna var en av de mest betydande insatserna. Det bidrog till att öka dess balansomslutning från cirka 200 till drygt 600 miljarder kronor på bara några månader.

Under oktober 2008 höjde regeringen insättningsgarantin från 250 000 till 500 000 kronor för bankernas inlåningskonton och införde en stabilitetsplan för krishantering av det finansiella systemet som omfattade miljarder kronor i form av garantier och stödprogram. Under november och december 2008 fick Svensk Exportkredit och Almi Företagspartner betydande kapitaltillskott. I januari 2009 infördes nya stödåtgärder via ett stimulanspaket på över 20 miljarder kronor för att säkerställa samsättning och underlätta omställning för de som blivit arbetslösa. Bedömningen var nämligen att den finansiella krisen nu också hade spridits till den reala ekonomin.⁸ Beroende på tidshorisont beräknas insatserna under finanskrisen ha uppgått till mellan 25 (kortare tidshorisont) och 70 (längre tidshorisont) miljarder kronor.⁹ Så mycket som 15 miljarder av stödet gick till näringslivet om den korta tidshorisonten avses.

Trots dessa åtgärder bedömde regeringen att det krävdes ytterligare insatser eftersom man ansåg att delar av näringslivet befann sig i en mycket allvarlig likviditetssituation och att det därför fanns ”anledning att överväga ytterligare, kompletterande extraordinära åtgärder”.¹⁰

7 Tillväxtanalys (2013) innehåller en uttömmande beskrivning av de politiska satsningar som gjordes i Sverige under finanskrisen. I Prop. 2008/09:113 lyfts propositionerna 2008/09:36 och 2008/09:95 fram. Även i Bergström (2009) och Riksbanken (2008) presenteras den breda palett av åtgärder som finans- och penningpolitik tog till under finanskrisen.

8 Prop. 2008/09:97.

9 Tillväxtanalys (2013), s. 3.

10 Prop. 2008/09:113, s. 8.

En innovativ lånemöjlighet erbjuds

Den 25 februari 2009 godkände riksdagen en tillfällig lag som skulle ge ökade möjligheter till skatteanstånd.¹¹ Lagen gav företag möjlighet att skjuta upp inbetalningen av anställdas preliminära skatt och arbetsgivaravgifter. Regeringen var i propositionen tydlig med att man inte frångick sin princip om att företag vid normallägen ska låna på marknadens villkor. Därför var det också viktigt att prissätta lånemöjligheten så pass högt så att den riktades till livskraftiga företag och inte fungerade som billigare alternativ för misskötta, oseriösa företag. Vidare identifierades just inbetalning av anställdas preliminära skatt och arbetsgivaravgifter som särskilt betydande för företag med likviditetsbrist.

Låneprogrammets utformning

Från och med mars 2009 erbjöds samtliga aktiebolag i Sverige utan skulder hos Kronofogdemyndigheten möjligheten att skjuta upp som mest två månaders inbetalningar av anställdas preliminära skatt och arbetsgivaravgifter under 2009 med i maximalt 12 månader. I januari 2010 införde dock regeringen möjligheten att förlänga skatteanstånden.¹² I sin bakgrundsbeskrivning konstaterade regeringen att det finansiella läget hade förbättrats betydligt men att det fortfarande var svårt att bedöma mindre företags kreditillgång. Inga anstånd skulle kunna löpa efter januari 2011.

Omräknat motsvarade maxbeloppet från låneprogrammet omkring 9 procent av ett företags årliga lönekostnader. Om ett företag utnyttjade lånemöjligheten fungerade skatteanståndet som ett lån med ränta, omräknat till årsbasis, på motsvarande strax över 5 procent. Formulerades skatteanståndet som ett skuldebrev hade det en löptid på upp till två år, en årsränta på omkring 5,3 procent och ett lånebelopp på som mest 9 procent av lönekostnaderna.

Låneprogrammet hade ett antal intressanta egenskaper. För det första, genom att rikta in sig på kostnader kopplade till antal anställda snarare än vinstskatter (det vill säga bolagskatt) var det möjligt även för företag som gick

11 SFS 2009:99.

12 Prop. 2009/10:91.

... gav företagen anstånd med preliminära skatter och arbetsgivaravgifter ...

... motsvarande maximalt 9 procent av lönekostnaderna.

med förlust att ta del av anståndet. För det andra, nödlånet erbjöds via, för företagen, välkända metoder vilket sannolikt höll ner den administrativa kostnaden, som uppskattades till cirka 16 miljoner kronor.¹³ För det tredje, företag behövde inte ställa direkta säkerheter för att ta lånet, eller ansöka om och invänta ett godkännande för att få likviditetstillskottet. Och, för det fjärde, räntenivån på skatteanståndet sattes avsiktligt högt för att inte tränga ut lån med marknadsmässiga räntor. Låneräntan i mars 2009 för företagssektorn låg på 2,64 procent.¹⁴

Vilka företag drog nytta av programmet?

Vår analys av de företag som nyttjade låneprogrammet har begränsats till företag som har minst fem anställda och omsätter minst cirka 10 miljoner kronor (motsvarande en miljon euro).¹⁵ Utifrån denna avgränsning använde drygt 1 000 företag (enskilda bolag eller koncerner) låneprogrammet. Det motsvarar fem procent av företagen i vår studie. Merparten av lånen togs de första månaderna efter det att programmet sjuöptes. De företag som nyttjar låneprogrammet är tämligen jämnt fördelade mellan olika branscher och de har inte heller, i genomsnitt, högre räntekostnader på sina tidigare krediter än de som inte utnyttjade låneprogrammet.

När vi analyserar egenskaper hos de företag som tog lånet framträder tydliga skillnader mot de företag som inte nyttjade nödlånet. Vår hypotes i forskningsstudien är att företagen som tog lånet gjorde det av finansieringshänsyn, inte att de såg lånet som en "allmosa" från

staten. I forskningslitteraturen finns benämningen finansieringsbegränsade företag.

Ett företag anses vara finansieringsbegränsat om priset som det måste betala för extern finansiering är mycket högre än priset för intern finansiering. Det höga priset för extern finansiering gör att projekt som hade varit företagsekonomiskt lönsamma inte kan genomföras.

Eftersom det inte går att observera företags framtida lönsamma projekt så fokuserar forskningen på att approximera vilka typer av företag som sannolikt är finansieringsbegränsade. Finansieringsbegränsade företag är yngre, mindre, uppvisar högre omsättningstillväxt, lägre kassaflöden, lägre kassa och bank, betalar lägre eller inga aktieutdelningar samt uppvisar högre skuldsättning, för att nämna några faktorer.¹⁶ Vi finner stöd i vår hypotes att företagen som nyttjade låneprogrammet gjorde det av finansieringshänsyn.

Vi ser att företag som har högre kassaflöden, har hög kassa och bank, betalar högre aktieutdelningar och som är äldre visar sig vara mindre benägna att nyttja låneprogrammet. Företag med lägre kassaflöden och låg kassa och bank, högre skuldsättningsgrad och omsättningstillväxt, som betalar lägre aktieutdelningar och som är yngre är däremot mer benägna att använda nödlåneprogrammet. Den enda avvikande egenskapen gentemot den tidigare forskningslitteraturen är att företagen som tog lånet var i genomsnitt större än de som inte gjorde det. Detta beror sannolikt på att tidigare studier använder företagspopulationer av börsnoterade företag där samtliga företag i absolut mening är stora. Vår företagspopulation består till huvudsak av mindre företag.¹⁷

Det var relativt få företag som nyttjade anståndet. Det i sig kan tolkas som att kreditförsörjningen för företag inte utgjorde något

Finansieringsbegränsade företag ...

... hade lägre kassaflöden, låg kassa och högre skuldsättningsgrad.

Relativt få företag utnyttjade anståndet.

13 Prop. 2008/09:113, s. 12.

14 <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/interest/interest/html/index.en.html>.

15 Vi begränsar i vår studie företagspopulationen för att säkerställa att enbart ekonomiskt aktiva företag ingår och för att få jämförbarhet med internationell forskning. Ursprunget till storleksbegränsningen är Eurostats storleksdefinitioner där ett företag definieras som ett mikroföretag när det har mindre än 10 anställda och två miljoner euro i omsättning. Vår begränsning på minst fem anställda och minst en miljon euro i omsättning är alltså hälften. Samtliga resultat vi redovisar i denna skrift och i den underliggande forskningsartikeln är kvalitativt oförändrade ifall vi tar med även de mindre företagen. Den enda skillnaden är att andelen som tog lån var lägre eftersom mindre företag var mindre benägna att nyttja låneprogrammet.

16 Se Hadlock och Pierce (2010) för en genomgång och nya tester avseende finansieringsbegränsningar. Finansieringsbegränsningar ska inte blandas ihop med företag som har insolvensproblem. Utgångspunkten för att vara finansieringsbegränsad är att företaget har lönsamma investeringsprojekt.

17 Till exempel är balansomslutningen hos det genomsnittliga finansieringsbegränsade företaget i Hadlock och Pierce (2010) företagspopulation cirka 350 miljoner USA-dollar. I vår studie är genomsnittsföretagets balansomslutning 2 miljoner USA-dollar.



Åtta procent av företagen med hög lånekapacitet utnyttjade låneprogrammet.

Ökningen i företagens skuldsättningsgrad ...

... motsvarade ökningen i värdet av de lån de tog.

större problem. Andra förklaringar kan vara att det helt enkelt inte lönade sig för de minsta företagen med små lönekostnader att nyttja låneprogrammet eller att det var enbart tillväxtorienterade företag som över huvud taget skulle få för sig att nyttja anståndet och de flesta företag i en ekonomi har inte tillväxtambitioner.¹⁸

Vilka effekter hade låneprogrammet?

När vi studerar effekterna på skuldsättning och investeringar av låneprogrammet ställs vi som forskare inför en utmaning. Låneprogrammet riktades till i stort sett alla företag, och företagen fick därmed själva välja om de ville nyttja det eller inte. Det är därför svårt att veta om företagen som nyttjade nödlånet hade ökat sin skuldsättning och investerat mer även utan låneprogrammet. Att låta företagen själva välja ifall de behöver ta del av nödlånet må vara smart ur ett policyperspektiv, men det försvårar utvärderingen av låneprogrammet.¹⁹ Detta tar vi upp nedan.

Vissa företag gynnades mer än andra av låneprogrammet

Vår lösning på denna utmaning är att utnyttja låneprogrammets konstruktion. Låneprogrammet var mer attraktivt för företag med fler anställda, som därmed hade högre preliminära skatter och arbetsgivaravgifter än företag med mindre personal. Vi räknade fram hur attraktivt låneprogrammet var för varje företag genom att ta företagets lånekapacitet som 9 procent av den årliga lönekostnaden (se s. 4) delat med den årliga omsättningen. Vissa företag har höga (låga) lönekostnader i relation till omsättning och därmed var låneprogrammet relativt mer (mindre) attraktivt. Med andra ord: låneprogrammet innebar ett relativt större likviditetstillskott för ett företag ju högre lönekostnader det hade i relation till sin storlek.

Vår ansats bygger på att varje företags lånekapacitet var förhållandevis oberoende av

låneprogrammet. Därmed blir det möjligt att utvärdera låneprogrammets effekter.²⁰ I figur 3 visas företagen sorterade utifrån lånekapacitet – från lägst till högst sett från vänster. Enbart cirka 2 procent av företagen med låg lånekapacitet nyttjade låneprogrammet jämfört med nästan 8 procent av de med hög lånekapacitet. Likviditetsinjektionen uppgick till över 6 procent relativt företagets tillgångar för företagen med högst lånekapacitet jämfört med endast 1,7 procent för de med lägst.

Skuldsättning och investeringar ökade

I figur 4 följer vi genomsnittsföretaget som nyttjade låneprogrammet 2009 och det genomsnittliga företaget som inte gjorde det. Vi följer företagen från 2003 till 2012. Som nämndes ovan har låneföretag högre skuldsättningsgrad. Skuldsättningen är tämligen stabil på runt 50 procent i relation till balansomslutningen fram till 2007 för att öka en aning 2008. Ökningen i skuldsättningsgrad på strax under 4 procentenheter från 2008 till 2009 motsvarar nästan exakt det genomsnittliga låneföretagets likviditetsinjektion från låneprogrammet.²¹

För att formellt utvärdera om låneprogrammet faktiskt hjälpte finansieringsbegränsade företag följer vi en metod framtagen av Abhijit Banerjee och Esther Duflo.²² Deras utgångspunkt är att själva det faktum att ett företag tar emot statliga lån i sig inte är en indikation på att det är finansieringsbegränsat. Det kan vara rationellt att ta statliga lån och betala av eventuellt dyrare marknadsmässiga lån och på så vis inte öka sin skuldsättningsgrad. Men om ett företag tar emot statliga lån och ökar sin skuldsättning med lika mycket, är det troligt att företaget är finansieringsbegränsat. Vi finner stöd för att de företag som nyttjade låneprogrammet ökade sin skuldsättning med lika mycket som värdet av det lån de tog.

Avslutningsvis studerar vi vad låneföre-

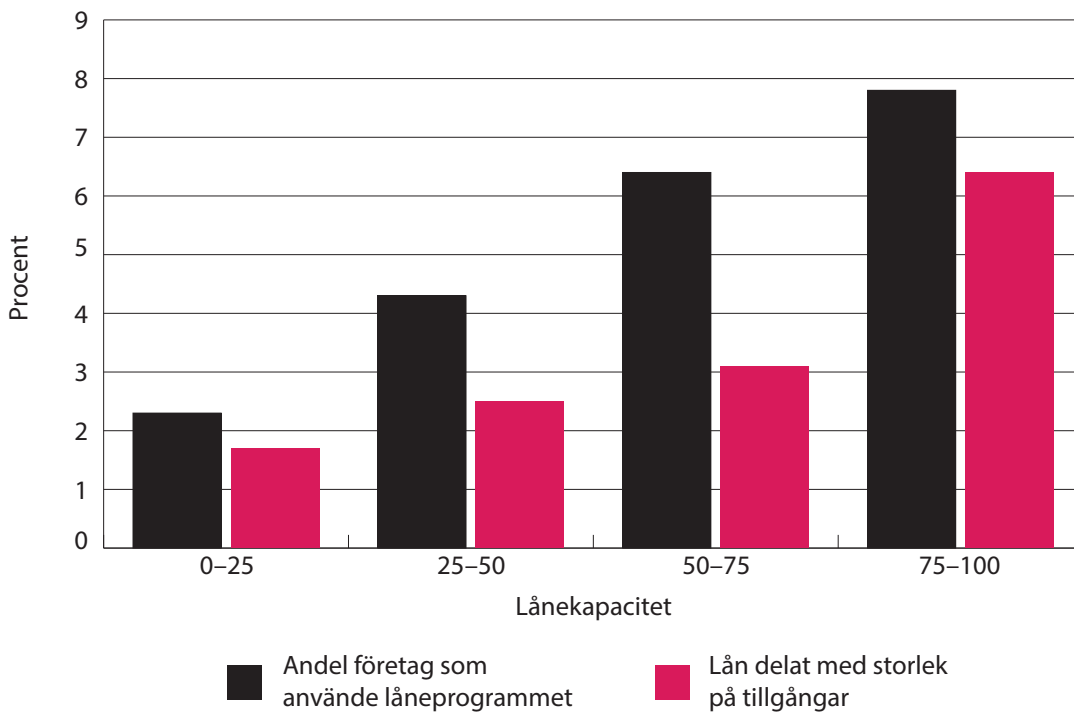
¹⁸ Se Hurst och Pugsley (2011).

¹⁹ Ur ett utvärderingsperspektiv är idealet att stödet slumpas ut och på så vis "behandlas" en grupp med företag av krediter och en annan grupp företag som inte får krediten kan då vara kontrollgrupp i studien.

²⁰ I ekonometriska termer använder vi lånekapacitet som ett instrument. Vi visar att företag med högre lånekapacitet inte uppvisar högre skuldsättningsstillväxt eller skiljer sig vad gäller tillväxtmöjligheter gentemot företag med lägre lånekapacitet under tiden som leder fram till låneprogrammets introduktion.

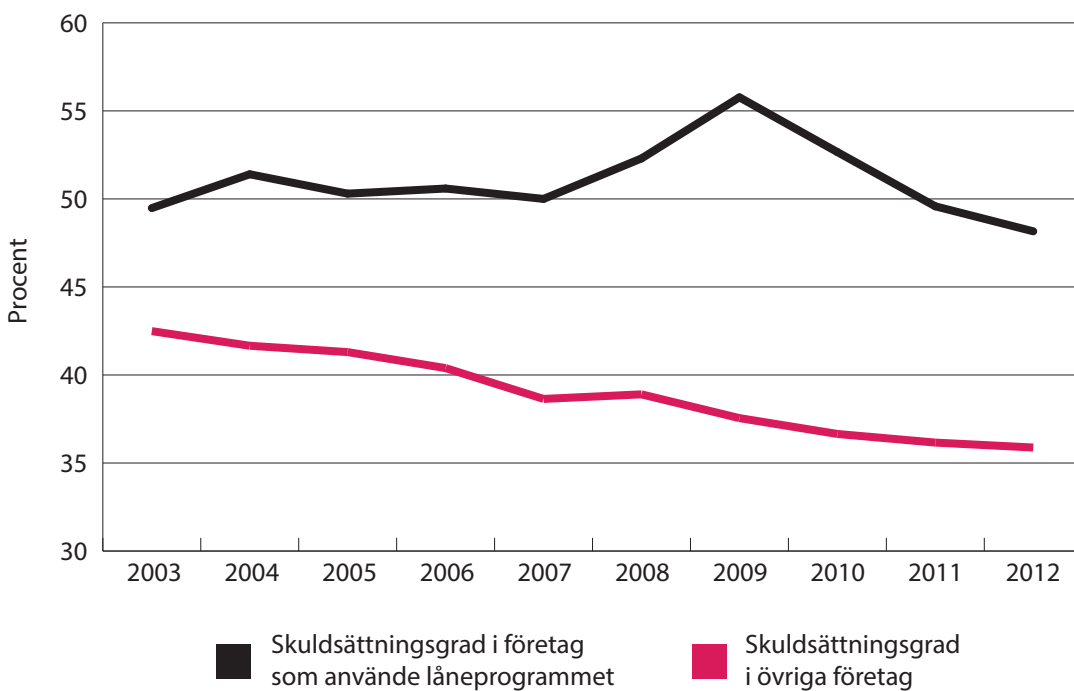
²¹ Vi bekräftar även detta samband i den ekonometriska analysen där vi beaktar en rad andra faktorer och företags-egenskaper.

²² Banerjee och Duflo (2014).

Figur 3. Företag som nyttjade låneprogrammet.

Källa: Egna beräkningar.

Anm.: Figuren visar samtliga företag med minst fem anställda och en miljon euro i omsättning uppdelade efter lånekapacitet. 0-25 utgörs av de 25 procent företag med lägst lånekapacitet och så vidare. Lånekapacitet är uträknad som 9 procent av årets lönesumma delat med årets omsättning.

Figur 4. Skuldsättningsgrad för företag som nyttjade låneprogrammet jämfört med de som inte gjorde det.

Källa: Egna beräkningar.



Krediterna användes till investeringar i både rörelsekapital och fasta tillgångar ...

tagen använde nödkrediterna till. Vi finner att krediterna användes till investeringar i rörelsekapital och fasta tillgångar.²³ Ökningen av rörelsekapital var högre än den var för fasta tillgångar, vilket kan anses förväntat. Vi finner att ungefär två tredjedelar av nödlånet användes till investeringar i rörelsekapital och en tredjedel i fasta tillgångar.

Låneprogrammet var en värdefull åtgärd

... som annars inte hade blivit av.

Det är inte enkelt att slå fast om och i vilken utsträckning finanskrisen spillde över på företagssektorn och hämmade företagens tillväxtpotential och investeringar. Forskning från framför allt USA tyder på att amerikanska företag begränsades i relativt stor omfattning av den kreditåtstramning som följde i finanskrisens spår. Chodrow-Reich (2014) finner att kreditåtstramningen i USA under 2008–2009 utgjorde mellan en tredjedel och hälften av sysselsättningsfallet hos små och medelstora amerikanska företag. Med stor sannolikhet hade inte finanskrisen lika stor negativ effekt på det svenska sysselsättningsfallet 2009 som i USA. Men regeringen bedömde alltså att likviditetsproblem var betydande under efterdyningarna av finanskrisen och sjösatte en riktad, tillfällig satsning med syfte att minimera kreditåtstramningens negativa inverkan på växande företag. Denna åtgärd sattes in samtidigt som generella stödprogram infördes för att säkra finansiell stabilitet och sysselsättning.

Policyåtgärder i andra länder för att stärka kredittillgången till yngre, växande företag innebär ofta allmänna subventioner riktade till mindre företag eller att företag måste ansöka och invänta godkännande från myndigheter.²⁴ Dessa typer av åtgärder är antingen onödigt dyra för att de är generella eller så är de för långsamma, och/eller godtyckliga, i och med ansökningsförfarandet. Här sticker konstruktionen av nödlåneprogrammet i Sverige ut. Efter att

²³ Vi testar låneprogrammets effekt på just kort- och långsiktiga investeringar eftersom det är de vanligaste variablerna som studeras i den akademiska litteraturen (Fazzari, Hubbard och Petersen, 1988, och Fazzari och Petersen, 1993).

²⁴ Se Acs m.fl. (2016) och Lelarge, Sraer och Thesmar (2010).

riksdagen godkänt programmet tillämpades det med omedelbar verkan och var därmed snabbt tillgängligt för de företag som mötte akuta likviditetsproblem. I och med att låneprogrammet var utformat som ett tillfälligt lån med relativt hög ränta så blev precisionen sannolikt bättre i att träffa livskraftiga företag med i grunden lönsamma investeringsprojekt. Jämfört med många andra bredare åtgärder så var den negativa påverkan på statsbudgetens saldo relativt låg (cirka 200 miljoner kronor).²⁵

Våra resultat tyder på att nödlåneprogrammet medförde investeringar i lönsamma projekt som annars inte hade blivit av. En del av de företag som nyttjade nödlånet var stora, vilket talar för att låneprogrammet sannolikt hade viss effekt på att begränsa den kraftigt fallande investeringstakten och sysselsättningen i ekonomin. Men flertalet av de företag som kunde fortsätta investera tack vare låneprogrammet är möjliga framtida storföretag och därmed kan nödlåneprogrammet ha bidragit till att minska framtida samhällsekonomiska kostnader till följd av finanskrisen. Avslutningsvis var låneprogrammet en innovativ lösning på ett svårupptäckt problem. Det bör därför ingå i verktygslådan när framtida finansiella kriser ska bemötas.

Referenser

- Acs, Zoltan J., Thomas Åstebro, David B. Audretsch och David T. Robinson (2016), "Public policy to promote entrepreneurship: A call to arms", *Small Business Economics* 47, 35–51.
- Banerjee, Abhijit V., och Esther Duflo (2014), "Do firms want to borrow more? Testing credit constraints using a directed lending program", *Review of Economic Studies* 81, 572–607.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt och Vojislav Maksimovic (2008), "Financing patterns around the world: Are small firms different?" *Journal of Financial Economics* 89, 467–487.

²⁵ Tabell 11.8 i Prop. 2009/10:100.

- Bergström, Clas (2009), "Finanskrisen och den svenska krishantering under hösten 2008 och vintern 2009". Rapport till Finanspolitiska rådet 2009/1.
- Brown, James R., Gustav Martinsson och Bruce C. Petersen (2013), "Law, stock markets, and innovation", *Journal of Finance* 68, 1517–1549.
- Brown, James R., Gustav Martinsson och Christian Thomann (2016), "Can policy mitigate liquidity constraints? Evidence from a temporary lending program", <https://ssrn.com/abstract=2506694>.
- Campello, Murillo, John Graham och Campbell R. Harvey (2010), "The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis", *Journal of Financial Economics* 97, 470–487.
- Campello, Murillo, Erasmo Giambona, John R. Graham och Campbell R. Harvey (2011), "Liquidity management and corporate investment during a financial crisis", *Review of Financial Studies* 24, 1944–1979.
- Chodrow-Reich, Gabriel (2014), "The employment effects of credit market disruptions: Firm-level evidence from the 2008–9 financial crisis", *Quarterly Journal of Economics* 129, 1–59.
- Duchin, Ran, Oguzhan Ozbas och Berk A. Sensoy (2010), "Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis", *Journal of Financial Economics* 97, 418–435.
- Ekici, Bul, Gabriela Guibourg och Per Åsberg-Sommar (2009), "Ingen allvarlig kreditåtstramning i Sverige", Ekonomiska kommentarer, Sveriges riksbank nr 8, 2009.
- Fazzari, Steven M., R. Glenn Hubbard och Bruce C. Petersen (1988), "Financing constraints and corporate investment", *Brookings Paper on Economic Activity* 19, 141–206.
- Fazzari, Steven M., och Bruce C. Petersen (1993), "Working capital and fixed investment: New evidence on financing constraints", *RAND Journal of Economics* 24, 328–342.
- Hadlock, Charles J., och Joshua R. Pierce (2010), "New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index", *Review of Financial Studies* 23, 1909–1940.
- Hurst, Erik, och Benjamin Wild Pugsley (2011), "What do small businesses do?", *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2011, 73–118.
- Ivashina, Victoria, och David Scharfstein (2010), "Bank lending during the financial crisis of 2008", *Journal of Financial Economics* 97, 319–338.
- Kahle, Kathleen M., och Rene M. Stulz (2013), "Access to capital, investment, and the financial crisis", *Journal of Financial Economics* 110, 280–299.
- Lelarge, Claire, David Sraer och David Thesmar (2010), "Entrepreneurship and credit constraints: Evidence from a French loan guarantee program", kapitel 8 i Lerner, Josh, och Antoinette Schoar (red.), *International Differences in Entrepreneurship*, University of Chicago Press.
- Prop. 2008/09:97, Åtgärder för jobb och omställning.
- Prop. 2008/09:113, Ökade möjligheter till skatteanstånd.
- Prop. 2009/10:91, Förlängning av tillfälliga skatteanstånd.
- Prop. 2009/10:100, 2010 års ekonomiska vårproposition.
- Riksbanken (2008), Finansiell stabilitet, 2008:2.
- Riksbanken (2009), Penningpolitisk rapport, februari 2009.
- SFS 2009:99, Lag om anstånd med inbetalning av skatt i vissa fall.
- Tillväxtanalys (2013), "Kartläggning av politiska insatser under finanskrisen 2008–2009", Working Paper 2013:01.