

Skatteplanering kan ha bidragit till hög skuldsättning hos svenska företag

Gunnar Blomberg, Jyry Hokkanen och Sofia Kåhre
Författarna är verksamma på avdelningen för penningpolitik

I sin kartläggning av potentiella obalanser inom EU har EU-kommissionen identifierat ett antal europeiska länder som bedöms ha för hög skuldsättning. Bland dessa länder finns Sverige som utpekats ha en hög skuldbörda i den privata sektorn, vilket kan göra ekonomin sårbar och innebära risker för tillväxten och den finansiella stabiliteten. Kommissionen använder den privata sektorns skuld i procent av BNP som en indikator på potentiella obalanser. Detta mått kan dock i viss mån överdriva riskerna för svenskt vidkommande. Det beror på att lån inom samma företagskoncern, som ingår i EU-kommissionens mått, utgör en stor del av den svenska företagssektorns totala skulder. I denna kommentar visar vi att koncernlånen inte bör bedömas på samma sätt som till exempel lån hos kreditinstitut eftersom förhållandet mellan långgivaren och låntagaren vid dessa lån är annorlunda och lånen ofta är motiverade av exempelvis en strävan att hålla skatten nere. Vi diskuterar också varför de icke-finansiella företagens skulder ökat kraftigt de senaste 15 åren. Vår slutsats är att anpassning till skattereglerna kan ha bidragit till att de svenska företagen har en relativt sett hög skuldsättning i ett europeiskt perspektiv. Dessutom visar vi att de svenska företagens skuldsättningsgrad, i termer av skulder i förhållande till eget kapital, har sjunkit under 2000-talets första årtionde, vilket talar mot påståendet att företagens skuldnivå är ett problem.

Den privata sektorns skuldkvot i Sverige bland de högsta i EU

EU-kommissionen publicerade under våren en rapport med en kartläggning av områden med potentiella obalanser bland EU:s medlemsländer.¹ Storleken på den privata skuldsättningen var ett av de områden som kommissionen granskade. Rapporten utgör ett första led i en årlig procedur för att i god tid identifiera och komma till rätta med obalanser bland medlemsländerna. Kommissionen pekar ut områden där det är nödvändigt med en fördjupad analys. Först efter en sådan analys kan kommissionen utfärda policyrekommendationer för att komma till rätta med problemen i de fall där obalanserna bedöms vara djupgående och bestående.

När det gäller skuldsättningen i ett lands privata sektor har EU-kommissionen satt ett riktvärde på 160 procent för den privata sektorns skuld som andel av landets BNP. Detta riktvärde har bestämts utifrån den övre kvartilen i den statistiska fördelningen av de historiska värdena för skuldkvoten i EU-länderna under perioden 1995–2007. Om skuldkvoten i ett lands privata sektor överstiger riktvärdet ska landet bli föremål för en fördjupad analys.

Kommissionen definierar den privata sektorn som *icke-finansiella företag, hushåll och hushållens icke-vinstdrivande organisationer*. De icke-finansiella företagen inkluderar både privata och offentliga företag, liksom inhemska och utlandsägda företag som verkar i landet.

Den privata sektorns skuldkvot uttrycks alltså i procent av landets BNP och är en stockvariabel som består av summan av alla utestående lån och värdepappersskulder (andra än aktier) som icke-finansiella företag och hushåll har. I skuldbegreppet ingår inte handelskrediter eller den post som kallas "övriga skulder". Uppgifterna rappor-

1. European Commission, Alert Mechanism Report, 2012-02-14.

EU-kommissionen konstaterar i en rapport från februari 2012 att den privata sektorn, det vill säga hushåll och företag, i Sverige har en hög skuldnivå. I denna kommentar analyserar vi närmare de svenska företagens skulder som utgör merparten av den privata sektorns skuld. Vår analys visar att lån från utländska koncernföretag har vuxit snabbt och bidrar starkt till den höga skuldnivån hos svenska företag. Koncernlånen bör dock inte bedömas på samma sätt som till exempel banklån eftersom förhållandet mellan långgivaren och låntagaren vid dessa lån är annorlunda. Anpassning till skatteregler kan bidra till de svenska företagens höga skuldsättning i ett europeiskt perspektiv. Samtidigt visar vi att de svenska företagens skuldsättningsgrad har sjunkit under 2000-talets första årtionde, vilket talar emot påståendet att företagens skuldnivå är ett problem.

teras av respektive lands finansräkenskaper som är en del av nationalräkenskaps-systemet.

Kommissionens mått avser den *icke-konsoliderade skulden* i respektive sektor. Det innebär att skuldmåttet innefattar summan av alla enskilda företags och hushålls låneskulder oavsett varifrån lånet har tagits. Därigenom inkluderas inte bara lån från banker, värdepappersmarknader eller från långgivare i andra sektorer. Även lån från långgivare inom samma sektor inkluderas i detta begrepp. Som vi kommer att visa längre fram i kommentaren har lån inom samma sektor stor betydelse för icke-finansiella företag eftersom långgivning inom koncerner är mycket vanlig. Detta gäller dock inte för hushållssektorn eftersom lån mellan hushåll sällan förekommer och inte heller mäts i statistiken.

Av diagram 1 framgår att den privata sektorns skuldkvot i Sverige är en av de högsta i Europa. Den privata sektorns icke-konsoliderade bruttoskuld uppgick till 237 procent av BNP år 2010. Detta placerar Sverige på en sjätte plats inom EU och ligger långt över riktvärdet på 160 procent av BNP. Det är framför allt de icke-finansiella företagen som står för den stora skuldbördan, medan hushållens skulder inte är lika stora i en europeisk jämförelse. De svenska hushållens skuld ligger ändå över genomsnittet jämfört med övriga länder i Europa. Vad detta innebär för den svenska ekonomin har analyserats i olika sammanhang, bland annat av Riksbanken.² I fortsättningen fokuserar vi därför här främst på företagens skuldnivå.

Skuldmått bör vara konsoliderade inom varje sektor

Den största fördelen med det skuldmått som EU-kommissionen använder är att det bygger på jämförbara data som finns tillgängliga för alla europeiska länder. Detta gör det möjligt att jämföra EU-ländernas skuldnivåer på ett enkelt sätt.

Det finns dock en betydande nackdel med EU-kommissionens skuldmått och denna nackdel blir uppenbar när det gäller koncernlån. Om ett företag tar ett banklån och sedan lånar ut dessa medel till exempelvis egna dotterbolag inom landet räknas dessa lån i båda leden och tas således upp i skuldmåttet två gånger. Om dotterbolagen däremot själva väljer att ta motsvarande banklån räknas lånet bara en gång. Skuldnivån hos företagen blir då lägre enligt måttet trots att skuldnivån egentligen är densamma. Det skuldmått som kommissionen använder ger därför en överdriven bild av skuldnivån för den privata sektorn i de länder där koncernlån inom landet är vanligt förekommande.

I ett alternativt mått som kommissionen också valt att redovisa har skulder mellan företagen i landet räknats bort. Detta skuldmått, den *privata sektorns konsoliderade bruttoskuld*, visar de icke-finansiella företagens och hushållens låneskulder mot andra sektorer inom landet och mot utlandet.

Detta konsoliderade skuldmått finns dock inte för samtliga länder inom EU och det är inte heller entydigt hur den konsoliderade statistiken ska definieras. Dessutom är det svårt att få fram tillförlitliga och kompletta datakällor för detta mått, vilket medför att olika länder har valt olika metoder och tillämpningar för att få fram det konsoliderade värdet på bruttoskulden i den privata sektorn.

Trots att det finns problem med att jämföra uppgifterna från olika europeiska länder är den konsoliderade skulden ändå ett bättre mått för analys av skuldnivån hos en sektor. I det följande bygger vi därför analysen av skuldsättningen i den svenska privata sektorn på konsoliderade data. Denna konsolidering innebär att vi till icke-finansiella företags skuld räknar alla skulder som företagen har mot andra sektorer, det vill säga mot offentlig sektor, finansiella institut, hushåll och utlandet. Skulder inom den egna sektorn ingår alltså inte. Eftersom skulderna mot utlandet finns med i detta skuldbegrepp ingår här även lån från utländska företag i samma koncern, det vill säga koncernlån från utlandet. Detta är nödvändigt för att få en helhetsbild av den inhemska företagssektorns lånefinansiering.³

2. Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden. Sveriges riksbank, april 2011.

3. Ett liknande skuldmått – den konsoliderade bruttoskulden – tillämpas inom EU:s stabilitets- och tillväxtpakt för att mäta den offentliga sektorns skuld.

Den konsoliderade skuldkvoten är också hög i Sverige

En konsolidering av skulder mellan icke-finansiella företag medför att den svenska privata sektorns totala skuldkvot sjunker från 237 procent till 221 procent för 2010. Efter konsolideringen uppgår företagens skulder till 139 procent av BNP i stället för 155 procent. Hushållssektorns skulder, som framför allt utgörs av bostadslån, påverkas dock inte och uppgår fortfarande till 82 procent av BNP.

Av tabell 1 framgår att företagens skulder huvudsakligen består av ordinära lån och till mindre del av värdepapperslån. Lån inom koncernen (från utländsk koncern) är vanligt förekommande i Sverige och förklarar ungefär en tredjedel av företagssektorns konsoliderade skulder.

De totala skulderna för hushåll och icke-finansiella företag i Sverige har ökat snabbt i procent av BNP från mitten av 1990-talet (se diagram 2). Sedan 2005 har skuldkvoten legat över kommissionens riktvärde på 160 procent. Ökningen har dock avtagit och de senaste tre åren har de icke-finansiella företagens skuld minskat något, medan hushållens legat konstant.

Koncernlånen har ökat mycket kraftigt

Som framgår av diagram 2 har företagens lån som andel av BNP (det blå fältet) ökat endast måttligt. Mellan 1995 och 2011 handlar det om en uppgång från 67,6 procent till 72,2 procent. Här inräknas lån som företagen tagit hos finansiella institut (banker med mera) i utlandet och i Sverige. Lån som tagits hos svenska banker dominerar.

Värdepappersfinansieringen (det gula fältet), som står för en liten del av företagens totala finansiering, har under samma period ökat från 3,8 procent till 16,3 procent av BNP. Detta omfattar finansiering via obligationer och certifikat, emitterade såväl i Sverige som i utlandet, och det är främst större företag som haft möjlighet att finansiera sig på detta sätt. Här ingår endast emissioner som det svenska företaget gjort och inte emissioner gjorda av till exempel utländska dotterbolag.

Den del av företagens skuld som ökat mest är koncernlån från utlandet (det grå fältet). Under jämförelseperioden har de ökat från 4,1 procent av BNP till 46,8 procent. Denna påfallande snabba ökning innebär att utländska koncernföretag nu finansierar mer än en tredjedel av de svenska icke-finansiella företagens skuld.

En jämförelse med ett urval länder med jämförbar statistik visar dessutom att Sverige tillhör de länder i Europa som har störst låneskuld inom koncern mot utlandet i förhållande till BNP (se diagram 3).

Vad är då bakgrunden till den snabba ökningen och den höga nivå som koncernlånen från utlandet uppvisar för Sverige?

Utländska direktinvesteringar i Sverige en viktig förklaring till skuldökningen

En viktig faktor bakom den växande koncernlåneskulden är det faktum att Sverige har haft en snabb ökning av utländska direktinvesteringar under den senaste 20-årsperioden. Direktinvesteringar, så som de mäts i betalningsbalansstatistiken, uppstår när ett företag till exempel köper eller på annat sätt investerar i ett företag utomlands. Några år efter det att Sverige år 1989 avskaffat valutaregleringen tog de utländska investeringarna i landet fart, främst genom att allt fler svenska företag blev uppköpta av utländska investerare. Stocken av utländska direktinvesteringstillgångar kom därmed att öka kraftigt, vilket framgår av diagram 4.

En vanlig form för utländska förvärv av svenska företag har varit att den utländska investeraren etablerar ett holdingbolag i Sverige. Holdingbolaget har ett relativt litet aktiekapital, men får samtidigt ett mycket stort lån från det utländska moderbolaget. Med hjälp av detta lån kan holdingbolaget i sin tur förvärva det svenska företaget.

I diagram 5 har koncernlånen mot utlandet delats upp i låneskulder inom utländsk direktinvestering i Sverige och låneskulder inom svensk direktinvestering i utlandet. Av

diagrammet framgår att koncernlåneskulderna mot utlandet till omkring två tredjedelar finns mot företag i utlandet som äger den svenska låntagaren. Dessa låneskulder har ökat mycket kraftigt under de senaste åren. Växande utländska investeringar i Sverige är alltså den viktigaste orsaken till att svenska företags skuld i form av koncernlån har ökat.

Positivt nettosparande och lägre skuldsättningsgrad i svenska företag

Det är en komplex process att analysera utvecklingen av den svenska företagssektorns skuldsättning. Det förefaller dock inte som om de svenska företagen har behövt dra på sig större skulder de senaste åren därför att deras verksamhet inte genererat tillräckligt med vinster. Företagssektorns finansiella sparande (totala inkomster minus totala utgifter) har nämligen varit huvudsakligen positivt de senaste tio åren.

Ett vedertaget mått på företagets skuldnivå är företagets skuldsättningsgrad. Det är ett nyckeltal som talar om hur stora företagets skulder är i förhållande till det egna kapitalet och anger företagets finansiella styrka. Av diagram 6 framgår att skuldsättningen i den svenska företagssektorn mätt på detta sätt har sjunkit från 2,2 år 2000 till 1,7 år 2010. Skuldsättningsgraden visar därmed en motsatt utveckling jämfört med utvecklingen av företagets bruttoskulder, vilket tyder på att varken nivån på eller utvecklingen av företagets bruttoskulder förefaller utgöra något problem för företagen.

Bolagsbeskattning och gynnsamma avdragsmöjligheter kan bidra till den höga skuldnivån

Det kan finnas flera motiv för utländska ägare att utforma sitt ägande i svenska företag så att deras tillgångar hålls i form av räntebärande lån till ett holdingbolag i Sverige och inte i form av direktägda aktier i det svenska dotterbolaget.

Ett troligt motiv är Sveriges relativt höga företagsbeskattning i jämförelse med övriga EU- och OECD-länder. Detta tillsammans med avdragsmöjligheter för räntor och dubbelbeskattningsavtal med flera länder gör det förmånligt att hålla tillgångar i Sverige i form av räntebärande lån till ett helägt holdingbolag. Orsaken är att ägaren bestämmer räntekostnaden för sådana lån och därmed, inom vissa gränser, kan påverka hur stor vinst som ska tas upp till beskattning i Sverige.

En genomgång av räntekostnaderna visar att utlandsägda dotterbolag i Sverige betalar i genomsnitt en procentenhets högre ränta på sina lån från utländska moderbolag än den ränta de erhåller på sin utlåning till utländska ägare (se diagram 7).

Nivån på de räntor inom företagskoncerner som flödar till utlandet är således systematiskt högre än de räntor som flödar från utlandet till Sverige. Detta ligger i linje med vår slutsats att utländska ägare av skatteskal kan välja att hålla sina tillgångar i form av räntebärande lån, vilket medför att nivån på koncernlånen från utlandet blir hög.

Det finns forskning som pekar på olikheter i företagsskattesatser för att förklara varför och hur multinationella koncerner väljer att fördela lån mellan koncernens olika dotterbolag i olika länder.⁴ Till detta kommer att de svenska reglerna för ränteavdrag på lån gör det förmånligt att redovisa räntekostnaderna i Sverige eftersom kostnaderna är avdragsgilla vid beskattning. Räntebetalningarna till utlandet har också ökat kraftigt under 2000-talet.

Tillgången till utländsk kapitalmarknad viktig för svenska företag

Det finns dock fler faktorer som kan förklara utvecklingen. Av diagram 5 framgår att koncernskulderna mot utlandet har ökat även i företag som direktinvesterar i dotterbolag utomlands (det röda fältet). I dessa fall rör det sig om svenska företag, till ex-

4. Ramb, Fred, Taxes and the Financial Structure of German Inward FDI, false CESifo GmbH, CESifo Working Paper Series: CESifo Working Paper No. 1355, 2004.

empel multinationella koncerner, som sedan tar lån hos de utländska företagen inom koncernen.

Även här kan det finnas skattemotiv bakom skuldökningen. Exempelvis kan den handla om så kallade räntesnurror som företagen använder för att minska eller helt undgå beskattning i Sverige, vilket har debatterats under våren 2012. Den debatten gällde ett antal större svenska koncerner med dotterbolag i utlandet, det vill säga företag med i huvudsak utgående direktinvesteringar. Genom att ha en omfattande upplåning från sina utländska dotterbolag, kan dessa företag styra nivån på sina räntebetalningar till utlandet och därmed även nivån på den vinst som redovisas i det svenska bolaget. Dessa räntesnurror kan därmed ha bidragit till att skulderna vid utgående direktinvesteringar har ökat så som det framgår av det röda fältet i diagram 5.

Det finns även andra tänkbara förklaringar till denna utveckling. Koncerner som har dotterbolag i flera länder använder sig mycket ofta av ett centralt konto för att hantera kassalikviditeten i hela koncernen. I de fall sådana centrala konton förläggs till Sverige uppstår en skuld till utländska dotterbolag när koncernen tar hem likviditet till den svenska verksamheten. Ett sådant förfarande bidrar till att låneskulden mot koncernbolag i utlandet ökar.

En annan förklaring till den växande utländska skulden i form av koncernlån är att vissa företag använder sig av egna utländska finansieringsbolag för att emittera värdepapper på den internationella kapitalmarknaden. I den utsträckning det utländska finansieringsbolaget lånar ut de medel det får in vid emissionerna till koncernföretag i Sverige påverkas också koncernskulden mot utlandet.

Det är i dagsläget inte möjligt att dela upp koncernlåneskulden mot utlandet utifrån syftet med eller ändamålet för upplåningen eftersom den tillgängliga statistiken inte redovisar sådant.

Hur ska man se på koncernlån utifrån ett obalansperspektiv?

Omfattningen på kreditgivningen inom den egna företagsgruppen avspeglar främst hur man väljer att försörja företagen inom gruppen med krediter och säger inget om den låneskuld som gruppen har mot andra långivare. Koncernlånen inom landet har därför ett begränsat intresse ur ett systemriskperspektiv eller penningpolitiskt perspektiv.

När analysen gäller företagens finansiering bidrar uppgifter om koncernlån från utlandet däremot med värdefull information. De företag som verkar i Sverige är finansierade från utlandet i mycket högre grad än vad som framgår av statistiken om vi inte inkluderar koncernlånen. Detta betyder till exempel att dessa företag inte påverkas lika mycket av eventuella kreditrestriktioner på den nationella marknaden som de företag som är beroende av lån från enbart svenska banker.

Men genom att inkludera koncernlånen från utlandet i definitionen på skuldmått riskerar man också att överdriva ett lands skuldbörda. En ekonomi som är mer öppen och integrerad med de internationella kapitalmarknaderna och där det är vanligt med företagsägande över gränserna kan med sådana mått få en större skuldkvot än en mer sluten ekonomi. Som framgår av vårt tidigare resonemang kan koncernlån uppstå som en följd av flera olika aktiviteter som har att göra med hantering av likviditet och finansiering och som kan skötas på en global finansmarknad, men dessa aktiviteter beror inte nödvändigtvis på att koncernen har obalansproblem. Det är vanligt att företag inom sin koncern både lånar ut till sina dotterbolag och samtidigt har upplåning från dessa. Vid en analys av företagens skuldsättning kan det därför vara motiverat att betrakta nettot av koncernlån till och från utlandet.

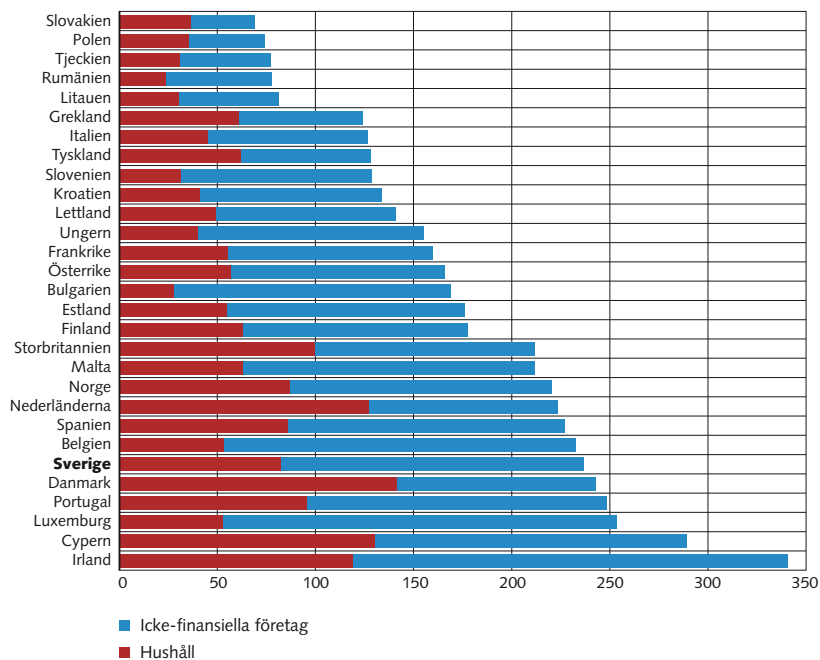
Vilka slutsatser kan man då dra när det gäller de mått på företagens skulder som redovisats ovan? En första slutsats är att EU-kommissionens mått med icke-konsoliderade data ger en överdriven bild av skuldernas nivå. Därför har vi i denna kommentar redovisat ett konsoliderat skuldbegrepp där skulder inom företagssektorn i Sverige har konsoliderats bort. Även detta skuldbegrepp menar vi kan ge en överdriven bild av företagens skuldbörda. Nivån på koncernlånen från utlandet är en följd av hur koncernen väljer att hantera sin finansiering och likviditet, vilket kan leda till att bruttoskulden blåses upp. I stället behövs en statistik som för varje koncern bygger på nettot

av koncernlån till och från utlandet. Sådan statistik, som inte finns för närvarande, skulle bättre belysa de svenska företagens beroende av finansiering från utlandet.

Koncernlånen bör inte bedömas på samma sätt som andra kreditmarknadsinstrument (såsom lån hos kreditinstitut och räntebärande värdepapper) eftersom förhållandet mellan långivaren och låntagaren är annorlunda vid dessa lån och deras syfte kan vara att fördela skattekostnader inom koncernen.

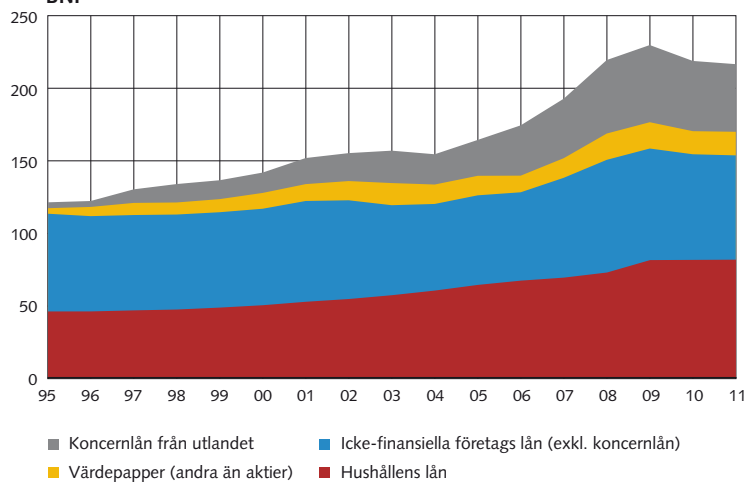
Detta innebär att man skulle få en mer rättvisande bild av tillståndet i den svenska icke-finansiella sektorn med hjälp av en annan typ av statistik än den traditionella som EU-kommissionen använder. De multinationella företagens globala verksamhet gör att det behövs koncernstatistik för att man ska kunna analysera deras skulder, tillgångar och risker. Bank for International Settlements har uppgifter över konsoliderade bankkoncerner, dessas balansräkningar och exponering mot olika länder och sektorer. Den typen av internationell koncernstatistik som finns inom den finansiella sektorn skulle kunna tjäna som ett föredöme också för den icke-finansiella företagssektorn och skulle kunna bidra till en bättre analys av systemriskerna och skuldutveckling.

Diagram 1. Den privata sektorns skuld i procent av BNP, länder i Europa, 2010



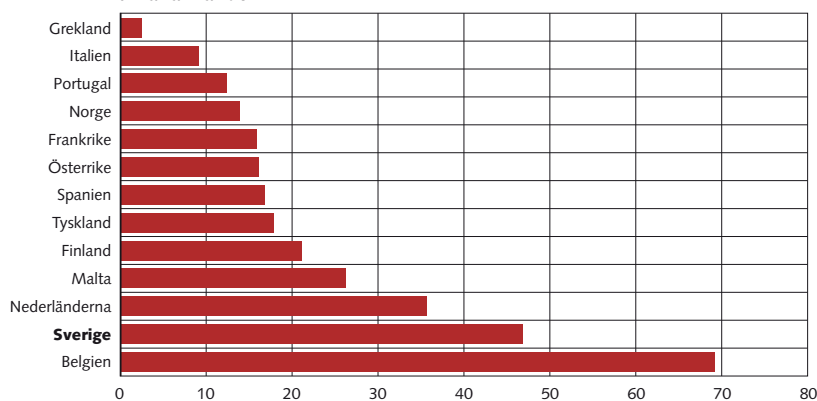
Källa: Eurostat.

Diagram 2. Den privata sektorns konsoliderade bruttoskuld i procent av BNP



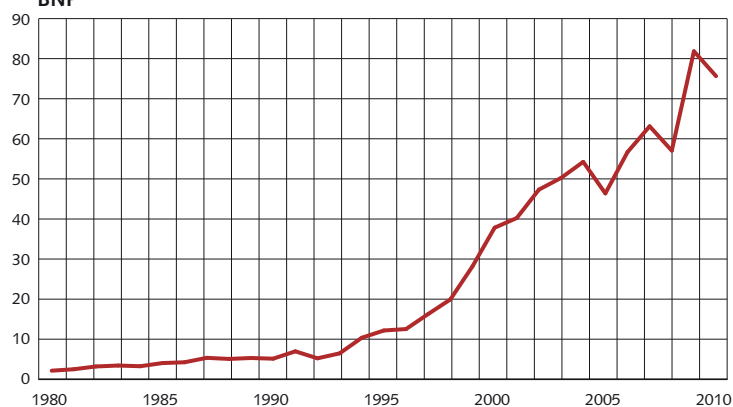
Källa: SCB.

Diagram 3. Koncernlån mot utlandet, bruttoskuld i procent av BNP, urval av länder



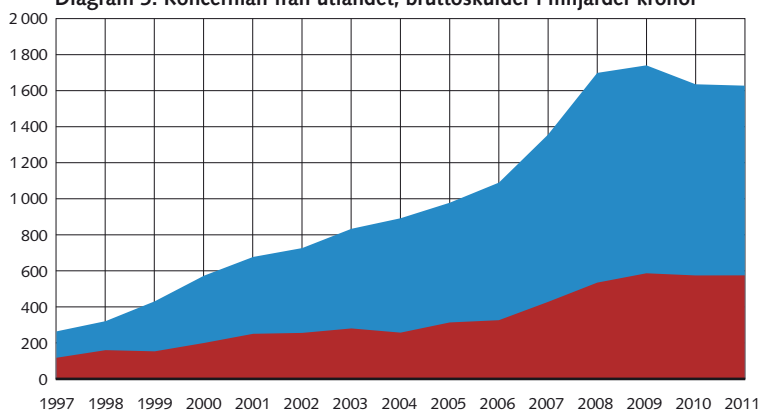
Anm. Uppgifterna avser senast uppdaterad kvartalsstatistik för 2010 eller 2011, enligt ländernas redovisning av räntebärande utlandsskuld, så kallad Gross External Debt. Källor: IMF och Eurostat.

Diagram 4. Utländska direktinvesteringstillgångar i Sverige i procent av BNP



Källa: UNCTAD.

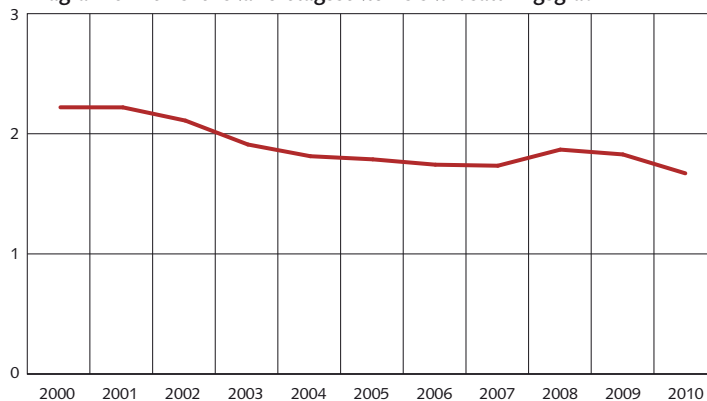
Diagram 5. Koncernlån från utlandet, bruttoskulder i miljarder kronor



■ Lån från utländska ägare
■ Lån från svenskägda koncernbolag i utlandet

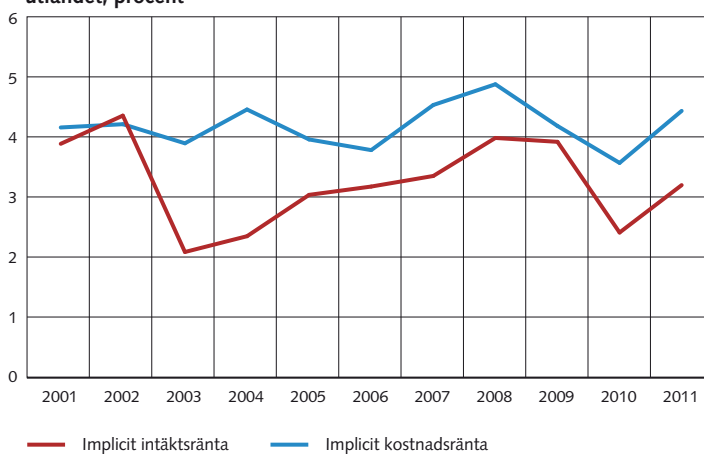
Källa: SCB.

Diagram 6. Den svenska företagssektorns skuldsättningsgrad



Anm. Diagrammet baseras på registerdata med balansräkningar för samtliga svenska icke-finansiella företag.
Källa: SCB.

Diagram 7. Implicita räntor, utlandsägda företags koncernlån till och från utlandet, procent



Källor: SCB samt egna beräkningar.

Tabell 1. Den privata sektorns skuld i procent av BNP, Sverige, 2010

Privata sektorns skuld, icke-konsoliderad data	236,9
Positioner mot den egna inhemska sektorn	15,9
Privata sektorns skuld, konsoliderad data	221,0
varav hushåll	82,2
varav icke-finansiella företag	138,8
lån	73,7
värdepapper	16,1
koncernlån mot utlandet	49,0

Källa: SCB.