



EFNAHAGSMÁL

Nr. 7

Fjármagnsskipan og fjárhagsleg staða
500 veltumestu fyrirtækja landsins

Steinn Friðriksson

Apríl 2015

Útgefandi:

Sedlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík.

Sími: 569 9600, símbref: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

Ritstjórn:

Pórarinn G. Pétursson, formaður

Rannveig Sigurðardóttir

Sigríður Benediktsdóttir

Sturla Pálsson

Tómas Örn Kristinsson

Guðjón Emilsson

7. rit apríl 2015

Vefrit

ISSN 1670-8172

Öllum er frjálst að nota efni úr *Efnahagsmálum* en þess er óskað að getið sé heimildar.

Merking tákna:

- * Bráðabirgðatala eða áætlun.
- 0 Minna en helmingur einingar.
- Núll, þ.e. ekkert.
- ... Upplýsingar vantar eða tala ekki til.
- . Tala á ekki við.

Fjármagnsskipan og fjárhagsleg staða 500 veltumestu fyrirtækja landsins

Í þessari grein verður fjallað um fjárhagslega stöðu og fjármagnsskipan stærstu fyrirtækja á Íslandi frá árinu 1997 til ársins 2012. Notast verður við gögn unnin úr skattframtölum 500 stærstu fyrirtækjanna hverju sinni. Lögð verður sérstök áhersla á skuldsetningu þeirra og í því samhengi farið lauslega yfir hvaða þættir hafa áhrif á fjármagnsskipan fyrirtækja og mögulega hvata til skuldsetningar. Ljóst er að skuldir innlendra fyrirtækja jukust mikið í aðdraganda og kjölfar fjármálaáfallsins árið 2008 en lækkun íslensku krónunnar og aukning verðbólgu sem fylgdi hafði töluverð áhrif og versnaði eiginfjárstaða margra fyrirtækja fyrir vikið. Miðað við bága stöðu margra af stærstu fyrirtækjum landsins í kjölfar fjármálaáfallsins er því velt upp hvort skuldsetning íslenskra fyrirtækja hafi verið of mikil í aðdraganda efnahagsáfallsins og fjárhagslegt svigrúm til að mæta áföllum því takmarkað. Ýmislegt bendir til þess að svo hafi verið og að aukin greiðslubyrði í samband við samdrátt innlendra eftirspurnar hafi verið mörgum fyrirtækjum ofviða. Það lýsir sér einna helst í fjölda fyrirtækja með neikvætt eigið fé í kjölfar fjármálaáfallsins og hárra skuldamargfaldara á við hlutfall skulda og EBITDA. Sögulega hefur efnahagsumhverfi íslenskra fyrirtækja verið sveiflukennt og er því ef til vill aukin þörf á að eiginfjárstaða þeirra sé sterkari en í öðrum löndum þar sem efnahagslegur stöðugleiki er meiri. Í því ljósi gæti verið hagkvæmt að draga úr innbyggðum hvötum til skuldsetningar líkt og gert hefur verið víða, svo sem með reglum um frádráttarbærni vaxtagjalda við útreikning á tekjuskattsstofni fyrirtækja eða með því að stuðla að jafnri meðferð vaxtagjalda og arðgreiðslna við útreikning skatta. Jafnframt gæti verið æskilegt að efla með einu eða öðru móti hlutafjármarkað fyrir lítil og meðalstór fyrirtæki.

1 Inngangur

Alþjóðlega fjármálakreppan árin 2007-2008 hafði mikil áhrif á efnahagsaðstæður hér á landi sem og rekstrarumhverfi íslenskra fyrirtækja. Mikilvægur þáttur í offenslu uppgangsáranna voru hagstæðar aðstæður íslenskra viðskiptabanka til fjármögnunar erlendis en bönkunum buðust hagstæð kjör á erlendu lánsfé, enda var lánsþæfiseinkunn þeirra frá erlendum matsfyrirtækjum mjög há.² Þegar lánsfé er ódýrt og fjármagn streymir inn í lítinn þjóðarbúskap á borð við hinn íslenska hefur það eðlilega áhrif á efnahagsreikninga aðila þar í landi, svo sem íslenskra fyrirtækja, en þeir stækkuðu umtalsvert. Einnig er þá hætt við mikilli skuldaaukningu fyrirtækja, sér í lagi ef væntingar eru um góða afkomu og hækkandi eignaverð.

Skyndileg straumhvörf fjármagnsflæðis til landsins og versnandi aðstæður á lánsfjármörkuðum erlendis urðu til þess að íslenskir bankar lentu í lausafjársanda sem hrinti af stað atburðarás sem endaði með falli íslenska bankakerfisins haustið 2008 (sjá t.d. *Fjármálastöðug-*

1. Höfundur er sérfræðingur á fjármálastöðugleikasviði Seðlabanka Íslands. Skoðanir sem koma fram í greininni eru höfundar og ber ekki að túlka sem skoðanir Seðlabanka Íslands. Eggert Þróstur Þórarinnsson, Harpa Jónsdóttir, Hörður Garðarsson, Lúðvík Elíasson og Þórarinn G. Pétursson fá þakkir fyrir gagnlegar ábendingar.

2. Sjá frekari umfjöllun um lánsþæfiseinkunn íslenskra banka á þensluárum síðasta áratugar í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis um aðdraganda og orsakir falls íslensku bankanna árið 2008 og tengda atburði.

leika 2009). Áföllum, sem orsakast af skyndilegum straumhvörfum fjármagns, fylgir gjarnan snörp gengislækkun innlends gjaldmiðils og samdráttur í innlendri eftirspurn (sjá t.d. *Peningamál* 2008/3). Slíkir atburðir hafa áhrif á fyrirtæki og fjárhagslega stöðu þeirra, sérstaklega þeirra sem byggja á innlendri eftirspurn. Það er því áhugavert að líta til baka, nú ríflega hálfum áratug eftir fjármálaáfallið, og skoða hver áhrif áfallsins voru á hag íslenskra fyrirtækja, hver þróunin var á uppgangssárunum og hvernig fyrirtækjum á Íslandi hefur tekist að rétta úr kútnum. Skuldsetning fyrirtækja verður höfð að leiðarljósi, enda hefur fjármagnsskipan veigamikil áhrif á afkomu og fjárhagslega stöðu þeirra. Skuldsetning er tvíeggjað sverð þar sem hún bæði magnar ágóða þegar vel árar og tap þegar harðnar á dalnum. Ef skuldsetning er of mikil er hætt við að fyrirtæki sligist undan þungri byrði afborgana, sér í lagi ef skuldir aukast skyndilega vegna ytri þátta. Sé hún hins vegar hæfileg getur hún aukið arðsemi, stutt við vöxt og fjárfestingu og bætt þannig hag þeirra.

Markmið greiningarinnar er að leggja mat á fjárhagslega stöðu og fjármagnsskipan íslenskra fyrirtækja, þ.e. hvernig hún hefur þróast í gegnum tíðina, hvaða áhrif fjármálaáfallið hafði og hvernig fyrirtækjum hefur tekist til við að aðlaga sig að breyttu efnahagsumhverfi sem og að vinda ofan af aukinni skuldsetningu sem fylgdi áfallinu. Þess vegna er lögð sérstök áhersla á skuldastöðu þeirra. Við greininguna er notast við úrtak stærstu íslensku fyrirtækjanna hverju sinni. Skortur hefur verið á gögnum um fyrirtæki en greiningin er liður í að bæta úr því. Áður en farið er í að greina stöðu fyrirtækjanna er úrtakinu gert góð skil. Meðal annars er greint frá því hvernig úrtakið var ákvarðað og hvernig það breyttist milli ára og hvaða ályktanir megi draga af slíkum breytingum. Því næst eru efnahags- og rekstrarliðir fyrirtækja, eins og þeir birtast í skattframtölum þeirra, greindir. Lagt er mat á þróun gjald- og greiðslufærni fyrirtækjanna og notast er við algengar kennitölur fyrirtækja til að meta fjárhagslega stöðu og fjármagnsskipan þeirra. Því næst eru gerðar tillögur að því hvernig megi stuðla að traustari fjármagnsskipan íslenskra fyrirtækja til langs tíma. Að lokum er efnið dregið saman. Einnig er að finna þrjár rammagreinar í ritinu. Sú fyrsta fjallar um fræðilega þætti er viðkoma fjármagnsskipan fyrirtækja. Önnur rammagreinin fjallar um áhrif skuldsetningar fyrirtækja á þjóðarþúskapinn og sú þriðja fer yfir stöðu fyrirtækjanna eftir atvinnugreinum.

2 Gagnasafnið

Árlega safnar ríkisskattstjóri gögnum úr skattframtölum íslenskra rekstraraðila og geyma þau upplýsingar um þróun helstu efnahags- og rekstrarliða þeirra. Gögnin eru uppfærð árlega en vegna reglna um skilafrest skattframtala nær gagnasafnið ekki nema fram til ársins 2012. Greining á stöðu fyrirtækja byggir á umræddum gögnum en aðeins eru skoðuð 500 veltumestu fyrirtækin í landinu (fyrirtæki með mestar rekstrartekjur á hverju ári fyrir sig).

2.1 500 veltumestu fyrirtækin

Úrtakið er 500 veltumestu fyrirtækin og nær að meðaltali utan um 70% af heildarveltu sams konar fyrirtækja sem skiluðu skattframtali á

tímabilinu 1997-2012.³ Jafnframt eru skuldir og eignir þeirra að meðaltali rétt rúmlega helmingur af skuldum og eignum allra sams konar fyrirtækja. Tafla 1 og mynd 1 sýna breytingar sem hafa orðið á úrtakinu undanfarin ár. Rekstrartekjur 500 veltumestu fyrirtækjanna voru að meðaltali 67% af heild árin 1997-2007. Árið 2008 hækkaði hlutfallið svo um 5 prósentur og var þá um 73%, enda var það ár mikilla umbrota. Síðustu ár hefur hlutfall rekstrartekna fyrirtækjanna verið um og yfir 75% af heild. Það má því segja að ákveðin samþjöppun hafi átt sér stað eftir fjármálaáfallið 2008 þar sem heildarvelta fyrirtækjanna í úrtakinu var mun stærra hlutfall af heildarveltu sams konar fyrirtækja árin 2008-2012 en árin 1997-2007. Á sama tíma og hlutfall rekstrartekna 500 veltumestu fyrirtækjanna af heild hefur verið að aukast hefur fyrirtækjum verið að fjölga en eins og sjá má af töflunni eru fyrirtækin í úrtakinu að verða sífellt minni hluti af heildarfjölda sams konar fyrirtækja sem skila skattframtali.

Auk samþjöppunar fyrirtækja mátti greina aukinn stöðugleika árin 2010-2012 þar sem minni breytingar urðu á úrtakinu en það getur breyst frá ári til árs þar sem ekki er fylgt eftir hverju og einu fyrirtæki miðað við ákveðið grunnár heldur eru skoðuð 500 veltumestu fyrirtækin á hverju ári fyrir sig. Úrtakið getur t.d. tekið breytingum við það að fyrirtækin fari í þrot eða sameinist, ný fyrirtæki með miklar rekstrartekjur eru stofnuð, fyrirtæki skila ekki inn skattframtali eða einfaldlega vegna þess að rekstrartekjur þeirra eru breytilegar milli ára. Úrtakið tók meiri breytingum milli ára á fyrri hluta tímabilsins, árin fyrir fall bankakerfisins 1997-2007, en þá voru að meðaltali 18% fyrirtækja hluti af 500 veltumestu fyrirtækjunum ár hvert sem höfðu ekki verið á listanum árið á undan. Safnið breyttist reyndar líka mikið árið 2008 eða um 24% en breytingar á safninu hafa verið hlutfallslega litlar sl. ár eða um 11% árin 2011-2012.

Tafla 1 Breyting á úrtaki 500 veltumestu fyrirtækjanna

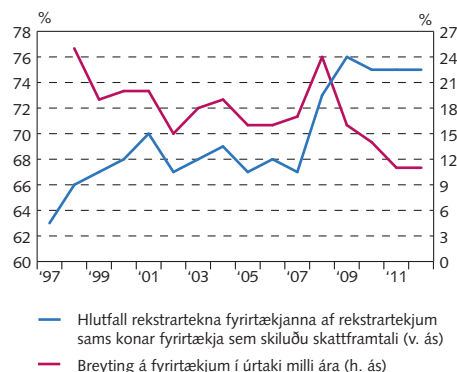
	Meðaltal					
	1997-2007	2008	2009	2010	2011	2012
Hlutfall af rekstrartekjum sams konar fyrirtækja sem skiluðu skattframtali	67%	73%	76%	75%	75%	75%
Hlutfall af heildarfjölda sams konar fyrirtækja sem skiluðu skattframtali	4,1%	2,8%	2,6%	2,4%	2,4%	2,1%
Breyting á fyrirtækjum í úrtaki milli ára	18%	24%	16%	14%	11%	11%

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Ákveðið var að fylgja eftir 500 veltumestu fyrirtækjunum ár hvert til þess að fá góðan mælikvarða á fjárhagslega stöðu íslenskra fyrirtækja hverju sinni. Um er að ræða fyrirtæki sem ýmist stunda inn- eða útflutning og eru úr ýmsum atvinnugreinum. Með því að velja 500 stærstu er náð utan um lungann af rekstrartekjum fyrirtækja í landinu. Jafnframt er þá sleppt þeim fyrirtækjum sem skila skattframtali en eru mögulega óvirk eða í litlum rekstri. Breytileiki úrtaksins gerir hins vegar að verkum að erfiðara er að ákvarða hvers vegna staða fyrirtækja breytist frá ári til árs. Eftir því sem úrtakið er stærra minnka aftur á móti

Mynd 1

Hlutfall úrtaksins af þýði og breyting á fyrirtækjum í úrtaki¹

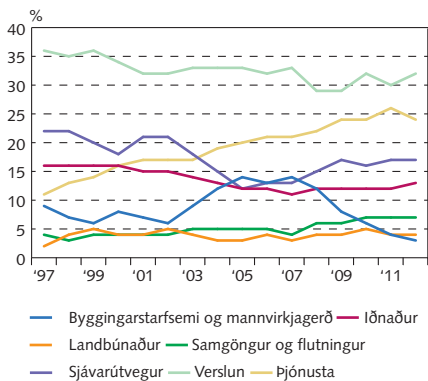


1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

3. Aðeins voru skoðuð fyrirtæki í eiginlegum atvinnurekstri. Fjármálafyrirtækjum og veitum var einnig sleppt við greininguna auk þess sem engin eignarhaldsfélög eru í úrtakinu.

Mynd 2

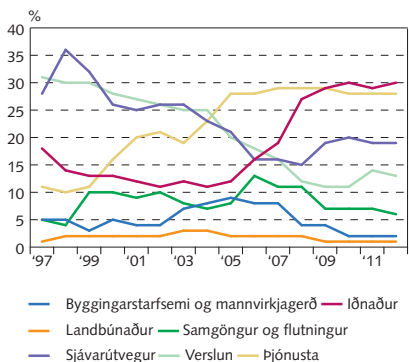
Hlutfall atvinnugreina í úrtaki eftir fjölda fyrirtækja¹



1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

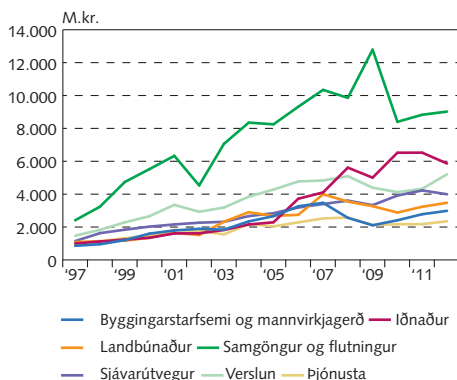
Hlutfall atvinnugreina í úrtaki eftir heildareignum fyrirtækjanna¹



1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Meðalrekstrartekjur fyrirtækjanna eftir atvinnugreinum á verðlagi ársins 2012¹



1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

áhrifin af slíkum breytingum á heildina. Með því að nota úrtak með 500 stærstu fyrirtækjunum er þessi ókostur takmarkaður að miklu leyti. Þess ber þó að geta að breytingar á úrtakinu hafa aftur á móti ákveðið upplýsingagildi út af fyrir sig en litlar breytingar á því geta verið merki um aukinn stöðugleika í efnahags- og rekstrarumhverfi fyrirtækja.

Til þess að komast algjörlega hjá óútskýranlegum breytingum í úrtakinu milli ára hefði til að mynda verið hægt að fylgja eftir safni fyrirtækja m.v. ákveðið grunnár. Annmarki við þá aðferð er að fyrirtæki geta lagt upp laupana hvenær sem er og því getur verið vandasamt að fylgja þeim eftir í fleiri ár. Að auki takmarkar það verulega stærð úrtaksins sem unnið er með vegna skorts á íslenskum fyrirtækjum með samfellda og langa rekstrarsögu. Þá er auk þess ekki hægt að framkvæma greiningu á einstaka atvinnugreinum þar sem of fá fyrirtæki skipa hverja grein fyrir sig. Úrtakið nýtist þá illa til þess að meta stöðu íslenskra fyrirtækja hverju sinni, þó svo að það fangi e.t.v. betur breytingar í stöðu tiltekinna fyrirtækja. Með því að skoða 500 stærstu fyrirtækin er því hægt að meta stöðu fyrirtækja án tímatakmarkana og eftir atvinnugreinum.

2.2 Atvinnugreinaflokkun

Notast er við ÍSAT 2008 flokkunarkerfið til þess að flokka fyrirtækin eftir atvinnugreinum.⁴ Tafla 2 og myndir 2-5 sýna þær atvinnugreinar sem fyrirtæki eru flokkuð eftir og hlutföll atvinnugreina í safninu. Meðaltöl árána 1997-2007 eru borin saman við meðaltöl árána 2008-2012 í töflunni.

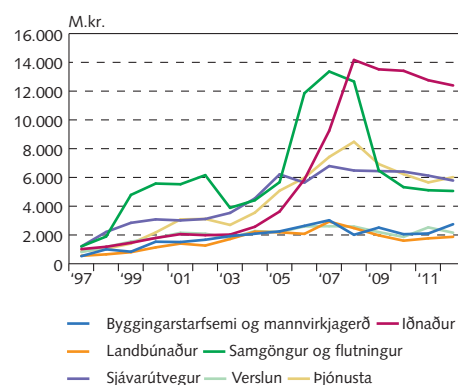
Ef borin eru saman meðalhlutföll fyrirtækja eftir atvinnugreinum út frá fjölda í safni má sjá að þjónustufyrirtæki annars vegar og fyrirtæki í samgöngum og flutningum hins vegar fjölgaði hlutfallslega miðað við fyrirtæki í öðrum atvinnugreinum en þeim fjölgaði jafnt og þétt yfir tímabilið. Einnig fjölgaði fyrirtækjum í landbúnaði lítillega. Fjölgun fyrirtækja í þjónustugeiranum er sérstaklega áberandi. Ástæðu þess má líklega rekja til framþróunar tæknigeirans undanfarinn áratug og aukinnar þarfar á stærri þjónustufyrirtækjum. Svipuð niðurstaða fæst ef skoðuð eru meðalhlutföll þjónustufyrirtækja út frá efnahagsliðum. Fjölgun þeirra skilaði sér þó ekki í eins mikilli aukningu rekstrartekna milli tímabila. Það getur bent til versnandi afkomu þjónustufyrirtækja á tímabilinu. Fyrirtæki í iðnaði voru að meðaltali stærri hluti af úrtakinu eftir árið 2008, ef horft er til rekstrartekna, þrátt fyrir að þau hafi verið hlutfallslega færri, og kann það að skýrast af því að stærri hluti þeirra en annarra fyrirtækja eru útflutningsfyrirtæki. Lækkun gengis krónunnar við fjármálaáfallið bætti samkeppnisstöðu margra þeirra og jók tekjur í krónum talið fyrir sömu fjárhæð í erlendri mynt sem hefur skilað sér í auknum rekstrartekjum. Fyrirtæki í iðnaði (þ.m.t. í orku-frekum iðnaði) virðast auk þess vera sérstaklega eignamikil þar sem hlutur iðnfyrirtækja í úrtakinu ríflega tvöfaldast ef litið er til eigna en meðaleign iðnfyrirtækja jókst mikið á uppgangarárum fyrsta áratugar þessarar aldar.

4. Vinnsla sjávarafurða flokkast þó með sjávarútvegi og vinnsla landbúnaðarafurða með landbúnaði en ekki iðnaði eins og gert er í ÍSAT 2008.

Fyrirtækjum í byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð fjölgaði hlutfallslega árin fyrir fall bankakerfisins og að sama skapi jókst velta þeirra miðað við aðrar atvinnugreinar. Fjármálaáfallið árið 2008 hafði hins vegar gífurleg áhrif á fyrirtæki í byggingarstarfsemi og fækkaði þeim ár frá ári eftir það og voru hlutfallslega fæst árið 2012. Fram að því voru það fyrirtæki í samgöngum og flutningum annars vegar og í landbúnaði hins vegar sem voru hlutfallslega fæst. Fyrirtækjum í samgöngum og flutningum fjölgaði hlutfallslega árin eftir fjármálaáfallið. Þau voru að jafnaði með mestar meðalrekstrartekjur af fyrirtækjum í úrtakinu út tímabilið. Stór hluti samanlagðrar veltu fyrirtækja í úrtakinu tilheyrði fyrirtækjum í verslun, enda flest fyrirtæki úr þeirri atvinnugrein. Meðalvelta fyrirtækja í verslun var reyndar hlutfallslega há sömuleiðis. Fyrirtækjum í sjávarútvegi hefur fjölgað nokkuð á síðastliðnum árum en þau hafa aftur á móti ekki náð meðaltali árunna 1997-2007 hvað varðar hlutdeild þeirra í rekstrartekjum úrtaksins en að meðaltali voru þau eignameiri árið 2012 en við aldamótin síðustu.

Mynd 5

Meðaleignir fyrirtækjanna eftir atvinnugreinum á verðlagi ársins 2012¹



1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Hluttur atvinnugreina í safni eftir fjölda og helstu efnahags- og rekstrarliðum

	Fjöldi		Rekstrartekjur		Eignir		Skuldir		EBITDA	
	97-07	08-12	97-07	08-12	97-07	08-12	97-07	08-12	97-07	08-12
Byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð	9,5%	6,5%	7,2%	3,9%	6,0%	2,5%	6,8%	3,4%	9,2%	1,6%
Iðnaður	14,2%	12,2%	10,4%	17,1%*	13,7%	29,2%*	11,4%	19,1%*	16,0%	22,0%*
Landbúnaður	3,8%	4,2%*	2,9%	3,2%*	2,1%	1,4%	2,0%	1,2%	1,9%	1,5%
Samgöngur og flutningur	4,3%	6,4%*	10,4%	14,7%*	8,6%	7,6%	8,1%	8,4%*	7,1%	15,1%*
Sjávarútvegur	17,8%	16,4%	16,4%	14,8%	25,0%	18,4%	26,9%	22,1%	27,5%	27,2%
Verslun	33,5%	30,4%	41,4%	33,3%	25,1%	12,4%	25,1%	12,4%	22,9%	14,0%
Þjónusta	16,9%	24,0%*	11,3%	12,9%*	19,5%	28,5%*	19,7%	33,3%*	15,4%	18,6%*

* Atvinnugreinar sem voru að meðaltali hlutfallslega fleiri eða út frá efnahags- og rekstrarliðum stærri hluti af úrtakinu árin eftir fjármálaáfallið en fyrir.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

3 Fjárhagsleg staða 500 veltumestu fyrirtækjanna

Til þess að greina stöðu 500 veltumestu fyrirtækja landsins (hér eftir fyrirtækjanna) verða skoðaðir helstu liðir efnahags- og rekstrarreikninga fyrirtækjanna og rýnt í þróun þeirra tímabilið 1997-2012.⁵ Tímabilið spannar bæði tíma ofgnóttar lánsfjár sökum gífurlegs innstreymis erlends fjármagns inn í íslenskan þjóðarþúskap, lausafjórþurrð og síðar meir litla eftirspurn eftir lánsfé þar sem áhersla var lögð á að draga úr skuldsetningu og takmarkaða getu til þess að auka við skuldir. Áður en farið er í að greina stöðu fyrirtækjanna er farið yfir helstu kenningar og áhrifaþætti er viðkoma fjármagnsskipan fyrirtækja í rammagrein 1.

5. Vert er að taka fram að mikið hefur áunnist í endurskipulagningu íslenskra fyrirtækja frá árinu 2012 og hafa skuldir fyrirtækja í hlutfalli við verga landsframleiðslu, að undanskildum eignarhaldsfélögum, til að mynda lækkað úr um 141% af vergri landsframleiðslu í árslok 2012 í 103% af vergri landsframleiðslu í lok árs 2014 eða um 19% að raunvirði samkvæmt tölum Seðlabanka Íslands. Staða fyrirtækja árið 2012 er því ekki mælikvarði á stöðu fyrirtækja þegar þetta er ritað.

Rammagrein 1

Fjármagnsskipan
fyrirtækja: fræðilegur
bakgrunnur

Fjármagnsskipan fyrirtækja segir til um það hvernig fyrirtæki afla fjár, þ.e. hvort starfsemin sé fjármögnuð í auknum mæli með eigin fé eða lánsfé. Einnig er gjarnan litið til þess hvort lán séu tekin til skamms eða langs tíma. Bæði eigið fé og lánsfé eru skuld í bókum fyrirtækis en eigið fé er skuld við eigendur og lánsfé skuld við utanaðkomandi lánardrottna. Munur á fjármögnunarleiðunum felst fyrst og fremst í kjörum, hvernig greitt er af skuldinni og hvernig eigendur fjármagnsins eru meðhöndlaðir við uppgjör fari fyrirtækið í þrot.

Kenning Modigliani og Miller

Modigliani og Miller (1958) voru meðal fyrstu fræðimanna til að setja fram kenningu um fjármagnsskipan fyrirtækja. Samkvæmt kenningu þeirra skiptir ekki máli hvort notast er við eigið fé eða lánsfé við fjármögnun fyrirtækja þar sem það hefur engin áhrif á virði fyrirtækis (e. irrelevance theorem). Þeir byggja kenninguna á þeirri forsendu að fjármagnsmarkaðir séu fullkomnir, að fjárfestar geti tekið lán á sömu kjörum og fyrirtæki og utanaðkomandi fjárfestar hafi sömu upplýsingar um fyrirtæki og stjórnendur þeirra. Jafnframt gera þeir ráð fyrir að viðskiptakostnaður, kostnaður af því að fara í þrot og skattar séu engir. Modigliani og Miller (1963) lagfærðu síðar kenninguna á þá leið að skattahagræði fólgið í skuldsetningu hafi áhrif á ákvörðun um fjármagnsskipan og fyrirtæki geti lækkað fjármagnskostnað sinn með því að auka við skuldsetningu sína. Þar sem kenningin gerir ekki ráð fyrir því að skuldsetningu geti fylgt aukinn kostnaður, svo sem af hættu af því að fyrirtækið verði gjaldþrota, ættu fyrirtæki eingöngu að notast við lánsfé til að fjármagna starfsemi sína ef markmiðið er að lágmarka fjármagnskostnað og hámarka virði félagsins. Enn síðar bætti Miller (1977) við kenninguna á þá leið að tekið skyldi tillit til skatta á einstaklinga en við það átti hagkvæmni skuldsetningar að minnka. Út frá umræðu um ágalla kenningar Modigliani og Miller hafa sprottið ýmsar kenningar þar sem vikið er frá framangreindum forsendum og einföldun á raunveruleikanum.

Eigið fé almennt talið dýrari fjármögnunarkostur

Fæst fyrirtæki fjármagna sig eingöngu með eigin fé og kjósa heldur blöndu af bæði eigin fé og lánnum. Mikilvæg ástæða þess er að almennt er talið að eigið fé sé dýrari fjármögnunarkostur en lánsfé. Samkvæmt kenningu Myers (1984) og síðar Myers og Majluf (1984) fylgja stjórnendur ákveðinni goggunarröð við ákvörðun um fjármagnsskipan þar sem reynt er að lágmarka fjármagnskostnað. Vegna ósamhverfra upplýsinga (e. asymmetric information) milli stjórnenda fyrirtækja og lánveitenda eða fjárfesta er ytri fjármögnun talin dýrari en innri fjármögnun og munu fyrirtæki því fjármagna starfsemi sína með fjármagni frá eigin rekstri áður en þau leita til ytri fjármögnunaraðila. Stjórnendur búa sem sagt yfir umfram upplýsingum um fyrirtækin og krefjast ytri fjármögnunaraðilar því áhættuálags. Skuldsetning er framar í goggunarröðinni en hlutafjárukning þar sem lánardrottinn sætta sig við lægri ávöxtun en eigendur, m.a. vegna þess að líkur þeirra á að endurheimta höfuðstól lánveitingarinnar til baka með einu eða öðru móti eru meiri en eigenda. Lánveitendur fá t.d. greitt eftir samningi óháð afkomu fyrirtækisins. Einnig taka þeir gjarnan veð í eignum fyrirtækisins sem tryggingu fyrir greiðslu lánsins og er þar með upp að vissu marki dregið úr áhrifum ósamhverfra upplýsinga milli stjórnenda fyrirtækja og lánardrottna. Hlutfjáreigendur hafa hins vegar engar slíkar tryggingar. Einnig fylgir því meiri kostnaður að vera eigandi en lánardrottinn sem felst í eftirliti með stjórnendum fyrirtækja en hætta er á umboðsvanda (e. principal-agent problem) þar sem stjórnendur gætu freistast til að taka ákvarðanir í eigin þágu í stað eigenda (Stiglitz, 1988). Skuldir við lánardrottna eru auk þess framar í röðinni þegar kemur

að útgreiðslu úr þrotabúi gjaldþrota fyrirtækis og er hættan á engum endurheimtum því meiri fyrir eigendur en lánardrottna.

Eigendur horfa einnig oft til þess að með því að fjölga í hluthafahópnum getur hættan á því að tapa yfirráðum í félaginu aukist. Þess ber þó að geta að eigendur of skuldsettra fyrirtækja geta beint og óbeint tapað yfirráðum á fyrirtækjum, til dæmis þegar lánardrottinn er farnir að setja þeim reglur og kvaðir í gegnum lánasamninga er viðkoma rekstri eða einfaldlega með afskrift skulda fyrir hlutafé. Kjósi fyrirtæki að fjármagna starfsemi sína með fjölgun í eigendahópnum geta þau skráð félagið á markað. Það er hins vegar kostnaðarsamt, bæði vegna þess að frumútboðum fylgir mikill kostnaður og skráð félög skuldbinda sig til þess að veita markaðnum auknar og reglulegar upplýsingar. Þar af leiðandi eru það aðallega stærri fyrirtæki með nokkurra ára rekstrarsögu sem fjármagna sig með því móti.¹ Að gefa út viðbótarhlutafé getur auk þess verið talið veikleikamerki og mögulega gefið til kynna að fyrirtækið sé nú þegar það skuldsett að það geti ekki aflað lánsfjár á hagstæðum kjörum. Sjái eigendur fyrir sér að virði fyrirtækisins aukist í framtíðinni vilja þeir síður gefa út viðbótarhlutafé þar sem það minnkar tilkall þeirra til aukinnar afkomu félagsins í framtíðinni. Aftur á móti ef eigendur telja að virði fyrirtækisins muni minnka í framtíðinni gætu þeir viljað fá aukið eigið fé inn í félagið og dreifist þá verri afkoma einnig á nýja eigendur (Asquith og Mullins, 1983; Greenwald, Stiglitz og Weiss, 1984).

Skattahagræði skuldsetningar

Kraus og Litzenberger (1973) sýndu fram á að til væri skiptihlutfall milli skattahagræðis sem fylgir aukinni skuldsetningu og kostnaðar sem fylgir því að fyrirtæki verði gjaldþrota. Samkvæmt kenningunni ættu fyrirtæki að skuldsetja sig þangað til jaðarábati skattahagræðis skuldsetningar er veginn upp af jaðarkostnaði þess að fara í þrot. Viða um heim er fyrirtækjum heimilt að draga vaxtagjöld frá rekstrartekjum við útreikning á skattstofni og myndast því ákveðið skattahagræði fyrir fyrirtæki til þess að skuldsetja sig umfram öflun eigin fjár, þar sem arðgreiðslur eru ekki frádráttarbærar með sama móti. Þessi bjögun er til staðar hér á landi en samkvæmt 1. tölulið 31. gr. laga nr. 90/2003 um tekjuskatt geta fyrirtæki dregið vaxtagjöld frá rekstrartekjum líkt og hver önnur rekstrargjöld og lækkað þar af leiðandi skattstofn sinn við útreikning á tekjuskatti.² Aftur á móti er ekki veittur skattaafsláttur af arðgreiðslum til eigenda. Það ríkir því hvati fyrir fyrirtæki til skuldsetningar umfram öflunar eigin fjár.³ Það nefnist þunn eiginfjármögnun (e. thin capitalisation) þegar fyrirtæki fjármagna starfsemi sína aðallega með skuldum. Eins og gefur að skilja getur vaxtakostnaður fyrirtækja hlaupið á háum fjárhæðum, sér í lagi þar sem vextir eru háir, og er því töluvert hagræði fólgið í því að skuldsetja sig frekar en að afla aukins eigin fjár í slíku umhverfi.⁴

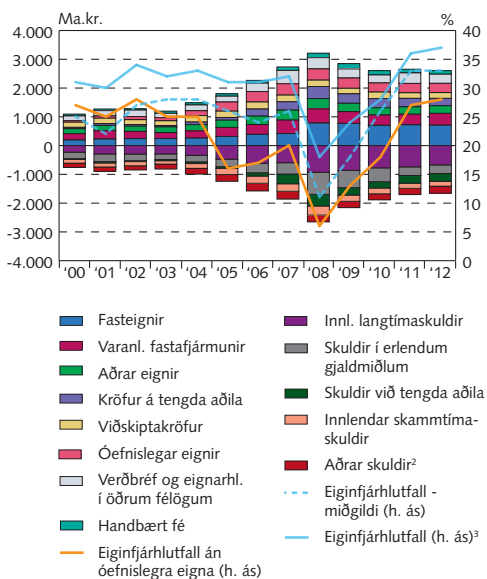
1. T.d. eru skilyrði fyrir skráningu félags á aðalmarkað NASDAQ OMX að þriggja ára rekstrarsaga liggja fyrir (NASDAQ OMX, 2010).
2. Vert er að taka fram að vaxtagjöld eru skilgreind nokkuð rúmt í lögunum en undir vaxtagjöld falla einnig áfallnar verðbætur á höfuðstól lánsins og gengistöp af hvers kyns skuld í erlendum verðmæli, sbr. 1. og 4. tölulið 1. mgr. 49. gr. tekjuskattslaga. Til þess að vaxtagjöld séu frádráttarbær frá rekstrartekjum þurfa þau þó að vera tengd tekjuöfluninni, þ.e. að vera rekstrinum viðkomandi.
3. Fyrirtækið þarf þó að skila rekstrarafgangi til þess að frádráttarbærni vaxtagjalda virki sem hvati til skuldsetningar.
4. Við núverandi skipulag er samanlagður skattur á hagnað fyrirtækja og arðgreiðslur 36% (fyrst er greiddur 20% skattur á hagnað fyrirtækis og síðan 20% á arðgreiðslur; $0,36 = 0,2 + (1-0,2)*0,2$). Vaxtagreiðslur eru sem fyrr segir ekki skattlagðar og er samanlagt skatthlutfall fyrirtækja sem fjármagna sig í miklum mæli með lánsfé nær því að vera 20%, sum sé sem nemur tekjuskatti fyrirtækja, en fyrirtækja sem fjármagna sig einöngu með eigin fé.

Niðurstöður tölfræðilegra rannsókna ekki einhlítar

Með hliðsjón af ofangreindum kenningum hefur einnig verið reynt að skýra hvað hafi áhrif á fjármagnsskipan fyrirtækja út frá tölfræðilegum rannsóknum. Þættir sem hafa verið rannsakaðir eru til dæmis stærð fyrirtækja, starfsemi og atvinnugreinar, vaxtartækifæri, verðmæti veðhæfra eigna og arðsemi fyrirtækja. Einnig má nefna þætti sem erfiðara er að mæla, eins og viðskiptaáhættu, viðskiptakostnað, dýpt fjármála markaða, styrk bankakerfis, áhættufælmi stjórnenda fyrirtækja og aðra þætti í starfsumhverfi fyrirtækja eins og skattkerfi. Niðurstöður tölfræðilegra rannsókna hafa ekki verið einhlítar enda erfiðleikum bundið að henda reiðar á hvað hefur áhrif á fjármagnsskipan fyrirtækja (Aggarwal, 1981). Það getur því verið eðlilegt að ákveðin fyrirtæki séu skuldsettari en önnur einfaldlega vegna sér- tækra einkenna eða starfsumhverfis þeirra (Hall, Hutchinson og Michael, 2004). Það er þó ljóst að fyrirtæki nýta sér lánsfé í auknum mæli ef til staðar er hvati til skuldsetningar, t.d. vegna innbyggðrar bjögunar til skuldsetningar í gegnum skattkerfi (De Mooij, 2011).

Mynd 6

Eignir og skuldir á verðlagi ársins 2012 auk eiginfjárlutfalls fyrirtækjanna¹



1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur. 2. Aðrar skuldir eru eflilaunaskuldbindingar, tekjuskattskuldbindingar, viðskiptaskuldir, fyrirfram innheimtar tekjur og ógreiddur virðisaukaskattur. 3. Eiginfjárlutfallið er hlutfall samtölu eigin fjár og samtölu heildareigna fyrirtækjanna.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

3.1 Vöxtur uppgangsáranna og fallið

Árin 2000 til 2003 ríkti ágætt jafnvægi milli eigna og skulda fyrirtækjanna, eignir og skuldir voru svipaðar að umfangi frá ári til árs. Eftir það tóku bæði skuldir og eignir þeirra að aukast en víxlverkandi áhrif aukinnar skuldsetningar og hækkandi eignaverðs gerðu það að verkum að eignir þeirra hækkuðu í virði sem gerði þeim kleift að skuldsetja sig enn frekar. Innflæði erlends fjármagns inn í íslenskan þjóðarbúskap hefur svo átt sinn þátt í stækkun efnahagsreikninga fyrirtækjanna á tímabilinu en nánar verður greint frá því síðar. Þar sem skuldir og eignir uxu nokkurn veginn í takt var eiginfjárlutfall fyrirtækjanna nokkuð stöðugt framan af eða um og yfir 30%.⁶ Miðgildið var hins vegar heldur lægra eða í kringum 26%. Ef óefnislegar eignir eru undanskildar við útreikning á eiginfjárlutfallinu virðist það hins vegar hafa versnað nánast samfleytt frá árinu 2002 til ársins 2006 og lækkaði hlutfallið verulega árið 2005.⁷ Óefnislegar eignir fyrirtækjanna jukust mikið í aðdraganda fjármálaáfallsins og urðu sífellt stærra hlutfall af heildareignum þeirra. Hlutfall óefnislegra eigna af heildareignum var hæst um 18% árið 2005. Verið getur að ekki hafi verið innistæða fyrir þeim mikla vexti í óefnislegum eignum sem átti sér stað á fyrsta áratug tuttugustu aldarinnar. Mögulega hafa fyrirtæki verið keypt á yfirverði þegar eignaverð fór sífellt hækkandi sem varð svo að engu enda lækkuðu óefnislegar eignir að raunvirði fyrstu árin eftir fjármálaáfallið.

Skuldsetning jókst mikið við fjármálaáfallið

Við fall íslenska bankakerfisins lækkaði gengi krónunnar um hátt í helming gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Verðbólga jókst jafnframt verulega. Í byrjun árs 2008 var hún 5,8% en í árslok 18,1% og hafði því aukist um 12 prósentur á einu ári. Aukna skuldsetningu fyrirtækja árið 2008 má líklega rekja að töluverðu leyti til ofangreindrar

6. Eiginfjárlutfallið er fundið með því að taka samtölu eigin fjár 500 veltumestu fyrirtækjanna og deila í þá tölu með samtölu heildareigna þeirra. Þessari sömu aðferðafræði er einnig beitt til þess að finna önnur hlutföll fyrirtækjanna.

7. Til óefnislegra eigna teljast viðskiptavild, rannsóknar- og þróunarkostnaður og sérleyfi svo fátt eitt sé nefnt. Óefnislegar eignir eru aðeins undanskildar til þess að sýna hvernig þróunin breytist.

þróunar. Skuldir fyrirtækjanna voru 43% hærri árið 2008 en árið á undan en eignir aðeins tæplega 18% hærri. Skuldir í erlendum gjaldmiðlum hækkuðu mest eða um 95%. Við snarpa hækkun skulda lækkaði eiginfjárlutfall fyrirtækjanna í 17,5%. Hlutfallið hækkaði aftur á móti verulega fyrstu árin eftir fjármálaáfallið og var það komið upp í tæp 37% árið 2012. Eiginfjárstaða 500 veltumestu fyrirtækja landsins var því orðin býsna góð í sögulegu samhengi og sterkari en árin fyrir fall bankakerfisins. Óefnislegar eignir hafa auk þess verið nokkuð stöðugar í hlutfalli við heildareignir frá fjármálaáfallinu og undirstrikar það jákvæða þróun á eiginfjárlutfalli fyrirtækjanna síðustu ár.

Þegar skuldir fyrirtækjanna eru skoðaðar nánar má sjá hvernig hægist á skuldaaukningu frá árinu 1997 fram til ársins 2001 og árin 2002-2003 minnka reyndar hreinar skuldir þeirra milli ára.⁸ Ári síðar taka þær svo aftur að aukast. Framan af fylgdust skuldir og eigið fé fyrirtækjanna ágætlega að en skuldir voru rúmlega tvöfalt eigið fé þeirra. Árið 2008 verður svo umrætt stökk þegar gengi krónunnar lækkaði snarlega og verðbólga jókst. Á sama tíma og skuldir fyrirtækjanna jukust verulega dróst eigið fé fyrirtækjanna saman þar sem virði eigna jókst ekki eins mikið og breikkaði því bilið milli skulda og eigin fjár þeirra. Árin eftir fjármálaáfallið drógu fyrirtæki svo markvisst úr skuldsetningu sinni og íslenskar fjármálastofnanir komu að endurskipulagningu efnahagsreikninga fjölmargra þeirra. Skuldir hafa því ýmist verið greiddar niður, afskrifaðar og færðar niður í samræmi við verðmæti fyrirtækja og greiðslugetu eða breytt í eigið fé. Við endurskipulagninguna lentu íslensk fyrirtæki því að einhverju leyti á efnahagsreikningum fjármála-fyrirtækja. Vegna laga um eignarhald fjármálafyrirtækja á fyrirtækjum í óskyldum rekstri eru þau hins vegar yfirleitt þar í skamman tíma.⁹ Einnig var verst stæðu fyrirtækjunum slitið. Heildarskuldir fyrirtækjanna voru þ.a.l. um 38% lægri árið 2012 en árið 2008 þegar miðað er við verðlag ársins 2012. Jafnframt voru þær um 11% lægri en árið 2007. Skuldir fyrirtækjanna í erlendum gjaldmiðlum lækkuðu mikið árin 2009-2012 og voru árið 2012 rúmu 61% lægri en árið 2008 þegar miðað er við verðlag ársins 2012. Mikil lækkan skulda í erlendri mynt stafar að hluta til af endurútreikningi ólögðmætra lánasamninga lánastofnana sem og framangreindra aðgerða.¹⁰ Hreinar skuldir fyrirtækjanna lækkuðu mest árið 2009 en samdráttur í hreinum skuldum fyrirtækjanna hefur farið minnkandi með hverju árinu sem líður frá fjármálaáfallinu.

Lánveitingar frá tengdum aðilum jukust út tímabilið

Skuldir við tengda aðila jukust mikið árin fyrir fjármálaáfallið og náðu hámarki árið 2007 þegar hlutfall skulda við tengda aðila var rétt rúmlega 18% af heildarskuldum fyrirtækja og um 23% og 26% ef miðað er við hreinar skuldir og langtímaskuldir. Árið 2007 var farið að gæta lausafjárþurrðar á mörkuðum og er því mögulegt að fyrirtæki hafi brugðið á það ráð að sækja í auknum mæli fjármagn til félaga innan sömu samstæða,

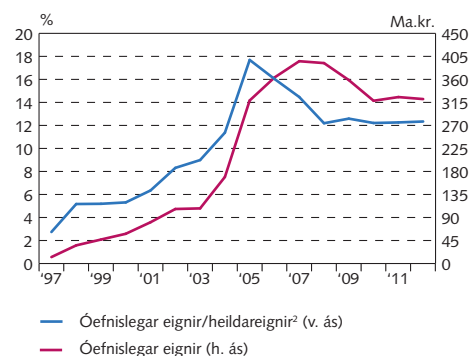
8. Hreinar skuldir eru nálgun á skuldir við lánardrottna að frádrægnu handbæru fé og skammtímaverðbréfum. Hreinar skuldir innihalda því ekki skuldaliði á við eftirlaunaskuldbindingar, tekjuskattsskuldbindingar, viðskiptaskuldir, fyrirfram innheimtar tekjur og ógreiddan virðisaukaskatt.

9. Samkvæmt 22. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki ber þeim að selja eignir í óskyldum rekstri jafnskjött og hagkvæmt er.

10. Enn var margt óunnið í endurútreikningi lána í erlendri mynt árið 2012.

Mynd 7

Óefnislegar eignir fyrirtækjanna á verðlagi ársins 2012 og í hlutfalli við heildareignir¹

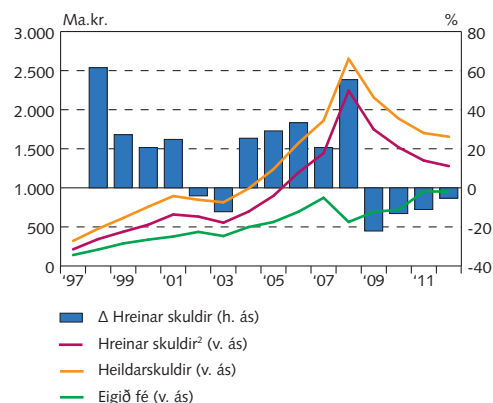


1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekrartekjur. Til óefnislegra eigna teljast meðal annars viðskiptavild, rannsóknir og þróunarkostnaður og sérleyfi. 2. Hlutfall samtölu óefnislegra eigna og samtölu heildareigna fyrirtækjanna.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Skuldir og eigið fé á verðlagi ársins 2012 og vöxtur hreinna skulda fyrirtækjanna¹

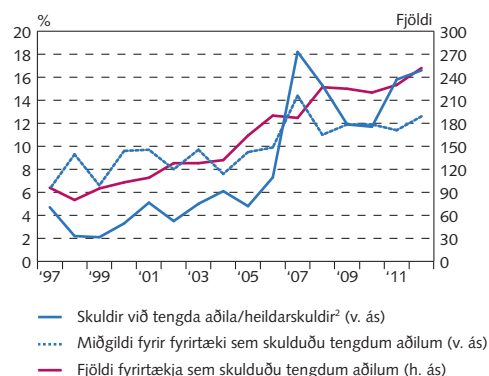


1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekrartekjur. 2. Hreinar skuldir eru nálgun á skuldir við lánardrottna að frádrægnu handbæru fé og skammtímaverðbréfum. Hreinar skuldir innihalda því ekki skuldaliði á við eftirlaunaskuldbindingar, tekjuskattsskuldbindingar, viðskiptaskuldir, fyrirfram innheimtar tekjur og ógreiddan virðisaukaskatt.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

Skuldir fyrirtækjanna við tengda aðila¹

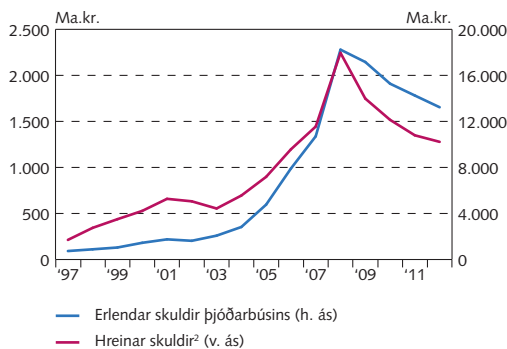


1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekrartekjur. 2. Hlutfall samtölu skulda við tengda aðila og samtölu heildarskulda fyrirtækjanna.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

Hreinar skuldir fyrirtækjanna og erlendar skuldir þjóðarbúsins á verðlagi ársins 2012¹

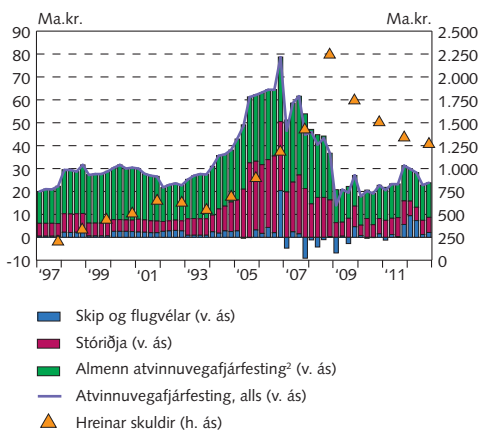


1. Hreinar skuldir eru nálgun á skuldir við lánaðrottna að frádregnu handbæru fé og skammtímaverðbréfum. Hreinar skuldir innihalda því ekki skuldaliði á við eftirlaunaskuldbindingar, tekjuskattskuldbindingar, viðskiptaskuldir, fyrirfram innheimtar tekjur og ógreiddan virðisaukaskatt.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

Undirliðir atvinnuvegafjárfestingar í landinu og hreinar skuldir fyrirtækjanna¹

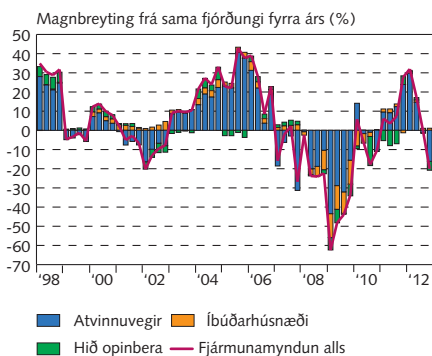


1. Atvinnuvegafjárfesting án stóriðju, skipa og flugvéla fyrir öll fyrirtæki í landinu á föstu verðlagi ársins 2005 samkvæmt keðjutengingu Hagstofu Íslands. Hreinar skuldir, 500 veltumestu fyrirtækjanna miðað við rekstrartekjur, eru nálgun á skuldir við lánaðrottna að frádregnu handbæru fé og skammtímaverðbréfum á verðlagi ársins 2012. Hreinar skuldir innihalda því ekki skuldaliði á við eftirlaunaskuldbindingar, tekjuskattskuldbindingar, viðskiptaskuldir, fyrirfram innheimtar tekjur og ógreiddan virðisaukaskatt.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 12

Framlag einstakra liða til fjármunamyndunar



Heimild: Hagstofa Íslands.

t.d. móðurfélaga. Skattahagræði fólgði í frádráttarbærni vaxtagjalda hefur ef til vill virkað sem hvati til þessarar þróunar (sjá rammagrein 1 fyrir frekari upplýsingar um skattahagræði frádráttarbærni vaxtagjalda). Árið 2007 jókst hlutfall skulda við tengda aðila af heildarskuldum um tæpar 11 prósentur milli ára. Skuldir við tengda aðila minnkuðu svo hlutfallslega árið 2008 og skiptir þar eflaust miklu máli vöxtur skulda við lánastofnanir, sér í lagi skulda í erlendum gjaldmiðlum við gengisfallið. Fyrstu tvö árin eftir fjármálaáfallið minnkaði hlutfall skulda við tengda aðila enn frekar og árið 2010 var það um 12% sem er engu að síður hátt miðað við árin 1997-2006. Árin 2011-2012 jukust skuldir við tengda aðila í hlutfalli við heildarskuldir og stóð hlutfallið í tæplega 17% árið 2012. Vöxturinn var meiri ef skuldir við tengda aðila eru reiknaðar í hlutfalli við hreinar skuldir og langtímaskuldir. Fjöldi fyrirtækja sem skuldar tengdum aðila jókst nánast samfleytt út tímabilið og árið 2012 skuldaði um helmingur þeirra tengdum aðila.

Innflæði fjármagns og skuldsettar fjárfestingar

Árið 2003 tóku erlendar skuldir þjóðarbúsins að aukast og erlent fjármagn streymdi inn í íslenskan þjóðarbúskap og útskýrir það að hluta til vöxt efnahagsreikninga fyrirtækjanna á uppgangsárum fyrsta áratugar tuttugustu aldarinnar. Í takt við innstreymi erlends fjármagns jukust því hreinar skuldir fyrirtækjanna. Á sama tíma jókst jafnframt atvinnuvegafjárfesting fyrirtækja í landinu og virðist fjárfesting árunna 2003-2007 hafa að miklu leyti verið fjármögnuð með lánsfé (sjá t.d. *Peningamál* 2014/4 og fyrri útgáfur).¹¹ Árið 2007 urðu sem fyrr segir straumhvörf á flæði fjármagns til landsins og fór að kreppa að á lausafjármörkuðum. Þá tók atvinnuvegafjárfesting að minnka og féll síðan áramótin 2008-2009 við fjármálaáfallið. Erlendar skuldir þjóðarbúsins héldu hins vegar áfram að aukast til ársins 2008 og sömuleiðis hreinar skuldir fyrirtækjanna, aðallega vegna lækkunar á gengi íslensku krónunnar og aukningar verðbólgu í kjölfarið. Fjárfesting atvinnuveganna hélst svo lítil árin 2009-2012. Hún jókst reyndar á síðasta ársfjórðungi árið 2011 og fyrstu tvo ársfjórðunga ársins 2012, aðallega vegna óreglulegra liða svo sem kaupa á skipum og flugvélum.¹²

Á uppgangsárunum var fjármagn ódýrt og væntingar um arðsemi miklar, mögulega fóru fyrirtæki því of geyst í fjárfestingar. Innstreymi erlends fjármagns hefur vafalaust ýtt undir þá þróun. Með því að auka við skuldir sínar voru fyrirtæki að ganga á fjárhagslegt svigrúm (e. financial flexibility) til skuldsetningar síðar meir sem varð til þess að árin eftir fjármálaáfallið kom tímabil minnkandi skuldsetningar fyrirtækja og lítillar almennrar atvinnuvegafjárfestingar. Þróunin á uppgangsárunum og fyrstu árin eftir fjármálaáfallið rímar nokkuð vel við kenningu Minskys um fjármálaóstöðugleika sem greint er frá í rammagrein 2. Út frá þjóðhagfræðilegum sjónarhóli var vöxtur skuldsetningar fyrirtækja á uppgangsárum síðasta áratugar of ör. Atvinnuvegafjárfesting var að meðaltali um 61% af heildarfjárfestingu í landinu yfir tímabilið 1997-

11. Þess ber að geta að upplýsingar um atvinnuvegafjárfestingu eru ekki fengnar upp úr skattframtölum fyrirtækja. Atvinnuvegafjárfesting tekur því til fjárfestinga allra fyrirtækja í landinu, ekki aðeins þeirra 500 stærstu, og er á föstu verðlagi ársins 2005 samkvæmt keðjutengingu Hagstofu Íslands.

12. Sjá umfjöllun um mögulegar ástæður lágs fjárfestingarstigs í kjölfar fjármálakreppunnar í rammagrein I-2 „Fjárfesting í kjölfar fjármálakreppa“ í *Peningamálum* 2012/4.

Skuldsetning getur aukið arðsemi, stutt við vöxt og fjárfestingu og aukið þannig hagsæld fyrirtækja sé hún innan hóflegra og skynsamlegra marka og svo lengi sem þau verkefni sem ráðist er í fyrir hið skuldsetta fé skili ávöxtun umfram kostnað verkefna og fjármagnskostnað til framtíðar. Séu fyrirtæki of skuldsett er hins vegar hætt við því að þau ráði ekki við afborganir eða vaxtagreiðslur með aukinni hættu á greiðslufalli og í framhaldi gjaldþroti, með takmarkaðar endurheimtur fyrir kröfuhafa en annars, sem getur leitt til fjármálaóstöðugleika.

Samkvæmt kenningu Minskys (1992) um fjármálaóstöðugleika (e. financial instability hypothesis) aukast líkur á áfalli eftir því sem að samfellt tímabil af góðu árferði varir lengur. Þegar vel árar og fjárfestingargeta eykst sökum aukins fjárflæðis mun bjartsýni um framtíðina gera það að verkum að skuldsetning og áhættutaka eykst. Þegar aðilar eru skuldsettari er hætt við því að breytingar á markaðsaðstæðum leiði til þess að greiðslubyrði verði þeim um megn. Við slíkar aðstæður neyðast þeir til þess að selja eignir til að standa stram af aukinni greiðslubyrði sem á móti dregur úr getu þeirra til öflun tekna og mun líklega leiða til hruns eignaverðs. Fallandi eignaverð og háar skuldir geta svo leitt til gjaldþrota.

Kindleberger (2005) tekur í sama streng en hætt er við því að fyrirtæki séu of bjartsýn þegar vel árar og að það sé eitt af einkennum fjármálakreppa síðustu alda að skuldsetning og áhættutaka aukist í aðdraganda þeirra. Of mikil skuldsetning fyrirtækja getur auk þess ýkt niðursveiflu við áföll. Í stað þess að fjárfesta og ráðast í ný verkefni, sem leiðir til aukins hagvaxtar, munu fyrirtæki með of háa greiðslubyrði nýta afkomu frá rekstri til þess að minnka skuldir sínar jafnvel þó svo tækifærin séu til staðar. Samdráttur í fjárfestingu sökum of mikillar skuldsetningar getur því ýkt áhrif fjármálakreppa (sjá t.d. Seðlabanki Evrópu, 2013). Það er því nauðsynlegt að fyrirtæki hafi nægjanlegt fjárhagslegt svigrúm til þess að auka við skuldsetningu sína en í því felst að fyrirtæki ákveði fjármagnsskipan sína þannig að þau geti ráðist í ný verkefni með annað hvort innri fjármögnun eða sjái til þess að aðgengi þeirra að lánsfé sé hæfilegt og þau geti aukið við skuldsetningu sína án þess að það bitni á láns hæfi þeirra (Hess og Immenkötter, 2012). Þegar bjögun til skuldsetningar er til staðar er hætt við því að fyrirtæki styðjist í of miklum mæli við lánsfé við fjármögnun starfsemi sinnar, sér í lagi út frá sjónarmiðum um fjármálastöðugleika.

2012 og því mikilvægt framlag til hagvaxtar. Við minni skuldsetningu hefði atvinnuvegafjárfesting ekki aukist í þeim mæli sem raunin varð á árunum fyrir fjármálaáfallið en á móti verið fljótari að taka við sér í kjölfar þess. Hagvöxtur árunna á undan hefði þá eðlilega ekki verið eins mikill og hann var á uppgangsárunum en samdrátturinn mildari á móti. Líkt og víða um heim virðist of mikil skuldsetning fyrirtækja hafa ýkt niðursveiflu árunna eftir fjármálaáfallið (Seðlabanki Evrópu, 2013).

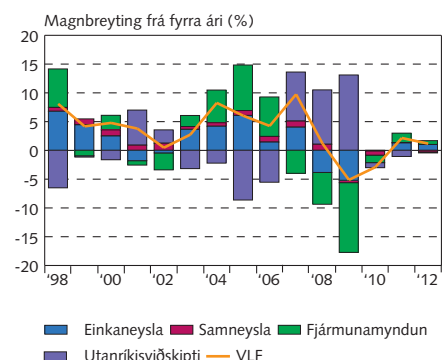
3.2 Fjárhagsleg staða metin út frá kennitölum fyrirtækjanna

Til þess að meta stöðu og fjármagnsskipan íslenskra fyrirtækja er gagnlegt að rýna í algengar kennitölur á borð við skuldir sem hlutfall af hagnaði fyrir fjármagnsliði, skatta og afskriftir (e. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) eða EBITDA, veltufjár- og lausafjárhlutfallið og vaxtaþekju fyrirtækjanna. Þessar kennitölur sýna á einn eða annan hátt getu fyrirtækja til þess að standa skil af skuldbindingum sínum. Alla jafna er notast við algeng viðmið við mat á því

Rammagrein 2

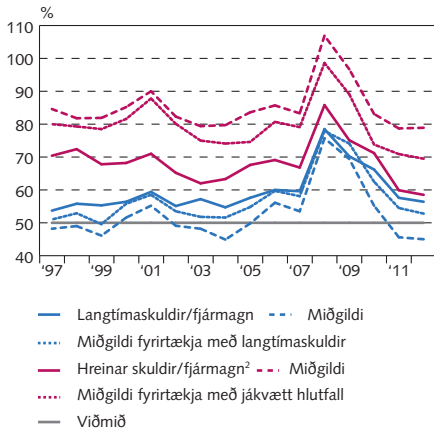
Skuldsetning og áhrif á þjóðarbúskapinn

Mynd 13
Framlag einstakra liða til hagvaxtar



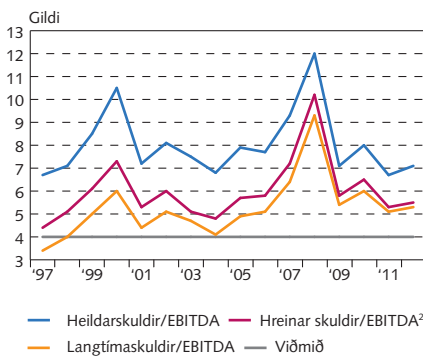
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 14
Skuldsetning fyrirtækjanna¹



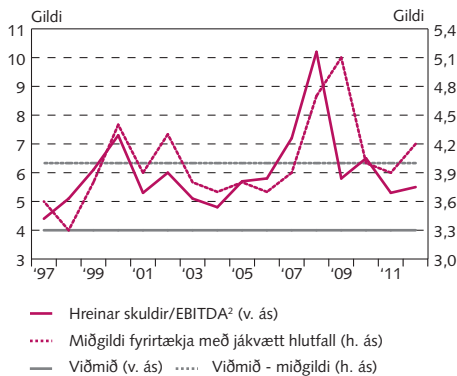
1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekrartekjur. Hlutfall samtölu skulda og samtölu fjármagns sem fyrirtækjunum hefur verið lagt til (summa langtímaskulda og eigin fjár). 2. Hreinar skuldir eru nálgun á skuldir við lánardrottna að frádregnu handbæru fé og skammtíma-verðbréfum. Hreinar skuldir innihalda því ekki skuldaliði á við eftirlaunaskuldbindingar, tekjuskattskuldbindingar, viðskiptaskuldir, fyrirfram innheimtar tekjur og ógreiddan virðisaukaskatt.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 15
Hlutfall skulda og EBITDA fyrirtækjanna¹



1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekrartekjur. Hlutfall samtölu skulda og samtölu EBITDA fyrirtækjanna. 2. Hreinar skuldir eru nálgun á skuldir við lánardrottna að frádregnu handbæru fé og skammtíma-verðbréfum. Hreinar skuldir innihalda því ekki skuldaliði á við eftirlaunaskuldbindingar, tekjuskattskuldbindingar, viðskiptaskuldir, fyrirfram innheimtar tekjur og ógreiddan virðisaukaskatt.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 16
Hlutfall hreinna skulda og EBITDA fyrirtækjanna¹



1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekrartekjur. Hlutfall samtölu hreinna skulda og samtölu EBITDA fyrirtækjanna. 2. Hreinar skuldir eru nálgun á skuldir við lánardrottna að frádregnu handbæru fé og skammtíma-verðbréfum. Hreinar skuldir innihalda því ekki skuldaliði á við eftirlaunaskuldbindingar, tekjuskattskuldbindingar, viðskiptaskuldir, fyrirfram innheimtar tekjur og ógreiddan virðisaukaskatt.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

hvort kennitölur fyrirtækjanna teljist of háar eða lágar út frá sjónarmiðum um fjármálastöðugleika.¹³

Skuldsetning

Ein leið til þess að meta skuldsetningu fyrirtækja er að skoða hlutfall skulda og fjármagns (samtala langtímaskulda og eigin fjár fyrirtækjanna). Við mat á skuldsetningu fyrirtækja er gjarnan miðað við að óæskilegt sé að hlutfall skulda og fjármagns sé hærra en 50% þar sem það auki á hættu sem fylgt getur af mikilli skuldsetningu, svo sem hættu á að lenda í greiðsluferfiðleikum og gjaldþroti (Subramanyam og Wild, 2009). Hlutfall langtímaskulda og fjármagns var hærra en viðmiðið öll ár tímabilsins og fór lægst í tæp 54% árið 1997. Hátt hlutfall langtímaskulda og fjármagns bendir til þess að íslensk fyrirtæki styðjist í of miklum mæli við lánsfé þegar kemur að fjármögnun út frá sjónarmiðum um stöðugleika. Af hlutfallinu að dæma virðist skuldsetning fyrirtækjanna hafa aukist verulega árin 2005-2007 líkt og eiginfjárlutfallið, að undanskildum óefnislegum eignum, gaf til kynna. Hlutfall langtímaskulda og fjármagns var um 5 prósentum hærra árið 2007 en árið 2004 og í raun svipað og árið 2001 þegar skuldsetning var heldur mikil í sögulegu ljósi. Skuldsetning fyrirtækjanna jókst um aldamótin síðustu en þá var efnahagslægð hér á landi sem og í helstu hagkerfum heims. Þetta var um það bil sem hátæknibólan leið undir lok en einnig tvöfaldaðist olíuverð á árunum 1999 og 2000 (sjá t.d. Arnór Sighvatsson, 2002). Árið 2008 versnaði staða fyrirtækjanna verulega og hækkaði hlutfallið í rúm 78%. Hlutfall langtímaskulda og fjármagns batnaði hins vegar nokkuð fyrstu fjögur árin eftir fjármálaáfallið og var árið 2012 nokkuð nálægt meðaltali árunum 1997-2004 en var þó eftir sem áður enn fyrir ofan 50%. Einnig er hægt að notast við aðra mælikvarða á skuldir fyrirtækja eins og hreinar skuldir. Hlutfall hreinna skulda og fjármagns var nokkuð hærra út tímabilið, munurinn virðist þó hafa minnkað eftir fjármálaáfallið og getur það mögulega stafað af breytileika úrtaksins en jafnframt af auknum vilja fyrirtækja til þess að lengja lánstíma fjármögnunar sinnar og þar með draga úr óvissu sem fylgir skammtímafjármögnun, svo sem endurfjármögnunaráhættu. Ljóst er að ef miðað er við hreinar skuldir var hlutfallið vel yfir viðmiðinu út tímabilið en var orðið sögulega lagt árið 2012.¹⁴

Skuldir sem hlutfall af EBITDA

Hlutfall skulda af EBITDA er gjarnan notað til að meta hvort líklegt sé að fyrirtæki geti staðið í skilum á skuldbindingum sínum eða ekki. Eftir því sem að hlutfallið er hærra þeim mun ólíklegri er að fyrirtæki geti staðið í skilum og þeim mun minna er fjárhagslegt svigrúm þess til að auka við skuldir sínar, t.d. þegar illa árar eða til að grípa fjárfestingartækifæri þegar þau bjóðast. Fyrirtæki með hátt hlutfall skulda og EBITDA eru líklegri en önnur til þess að fara í þrot. Miðað er við að ákjósanlegt hlutfall sé ekki hærra en 3-5 (sjá t.d. Damijan, 2014). Það þarf þó að taka mið af aðstæðum í hverju landi fyrir sig en til

13. Þó ber að nefna að það getur verið breytilegt milli greinenda hvaða mælikvarða, t.d. á skuldsetningu, er notast við þegar borð er saman við viðmiðin.

14. Einnig mætti reikna hlutfallið út frá fleiri skuldaliðum í teljara, þ.e. ekki aðeins langtímaskulda og hreinna skulda.

að mynda búa íslensk fyrirtæki við óvissu sem fylgt getur litlum og sveiflukenndum gjaldmiðli. Einnig hefur sögulega slök hagstjórn leitt til óæskilegra sveiflna í íslensku efnahagslífi. Ættu íslensk fyrirtæki því e.t.v. að vera enn varkárari en önnur og notast við strangari viðmið.

Hlutfallið hefur alla jafna verið um og yfir 7 hér á landi ef reiknað er hlutfallið milli heildarskulda og EBITDA. Aftur á móti ef notast er við hreinar skuldir er hlutfallið um það bil tveimur gildum lægra eða í kringum 5 þegar það var sem lægst. Hlutfallið er svipað ef aðeins er horft á langtímaskuldir fyrirtækjanna. Hvernig sem á það er litið jukust skuldir sem hlutfall af EBITDA fyrirtækjanna í kringum aldamótin síðustu og í fjármálaáfallinu 2008 og aðdraganda þess. Aðlögunin fyrstu árin eftir áfallið 2008 var aftur á móti álíka hröð og lækkaði hlutfallið verulega árið 2009 en miðað við hraða aðlögunarinnar er ekki ólíklegt að verst stæðu fyrirtækjunum hafi verið slitið og því ekki skilað skattframtali árin eftir fjármálaáfallið. Hlutfall heildarskulda og EBITDA var nokkuð svipað árið 2012 og árin 1997 og 2004 þegar staða fyrirtækja var sögulega góð. Hlutfallið var aftur á móti nokkuð hærra, í sögulegu ljósi, ef litið er á hreinar skuldir eða langtímaskuldir í hlutfalli við EBITDA. Ef miðað er við að hlutfall hreinna skulda og EBITDA sé of hátt þegar það tekur gildi hærra en 4 er ljóst að fyrirtækin voru of skuldsett út allt tímabilið en árið 2012 var hlutfallið um 5,5. Miðgildið sveiflaðist í kringum viðmiðið og var árið 2012 um 4,2.

Verst stæðu fyrirtækjunum fækkar og dregið úr yfirsuldsetningu

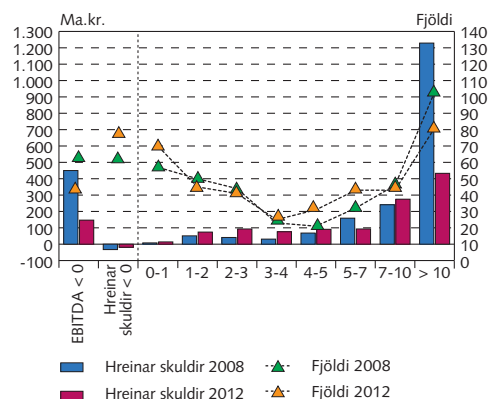
Til þess að átta sig betur á skuldastöðu fyrirtækjanna er gagnlegt að flokka þau eftir hlutfalli hreinna skulda og EBITDA. Neikvætt hlutfall fæst ef annað hvort hreinar skuldir eða EBITDA eru neikvæð og er því litið sérstaklega til þeirra.¹⁵ Ætla má að fyrirtæki með neikvæða EBITDA standi eðli málsins samkvæmt verr en önnur en þá dugar afkoma frá rekstri hvorki til þess að greiða af skuldum fyrirtækisins né fyrir afskriftum. Sem fyrr segir er staða fyrirtækja verri eftir því sem hlutfall hreinna skulda og EBITDA er hærra. Árið 2008 voru 33% fyrirtækjanna annað hvort með neikvæða EBITDA eða hlutfall hreinna skulda og EBITDA yfir 10. Stór hluti hreinna skulda fyrirtækjanna tilheyrði þeim eða um 74%. Þeim fækkaði á næstu fjórum árum en árið 2012 voru þau um 25% fyrirtækjanna og mun minni hluti af hreinum skuldum fyrirtækjanna, um 45%, tilheyrði þeim. Auk þess var nokkur fjölgun á fyrirtækjum með neikvæðar hreinar skuldir eða hlutfall hreinna skulda og EBITDA lægra en 1. Einnig fjölgað fyrirtækjum með hlutfall á bilinu 4-7 en eflaust stafar það af fækkun verst stæðu fyrirtækjanna frá árinu 2008.

Yfirsuldsetning (e. debt overhang) fyrirtækjanna, mælt í hreinum skuldum umfram fjórfalda EBITDA, í hlutfalli við heildareignir yfirsuldsettu fyrirtækjanna, jókst mikið í aðdraganda fjármálaáfallsins (sjá frekari útskýringu á aðferðafræði við mat á yfirsuldsetningu í Damijan, 2014). Að meðaltali var yfirsuldsetningin tæplega 34% af heildareignum árin 1997-2004 en yfirsuldsetning fyrirtækjanna jókst svo nokkuð síðustu árin fyrir fjármálaáfallið. Skuldir skuldsettu fyrirtækjanna miðað við EBITDA voru mestar árið 2008 en þá var yfirsuldsetning þeirra í hlutfalli við heildareignir um 60%. Svo virðist

Mynd 17

Hreinar skuldir og fjöldi fyrirtækja flokkað eftir hlutfalli hreinna skulda og EBITDA árin 2008 og 2012¹

Hreinar skuldir eru á verðlagi ársins 2012



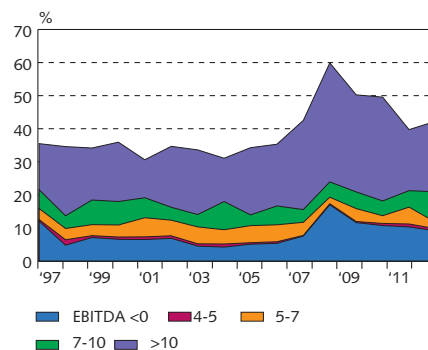
1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur. Hreinar skuldir eru nálgun á skuldir við lánardrottina að frádrögnum handbæru fé og skammtímaverðbréfum. Hreinar skuldir innihalda því ekki skuldaliði á við eftirlaunaskuldbindingar, tekjuskattskuldbindingar, viðskiptaskuldir, fyrirfram innheimtar tekjur og ógreiddan virðisaukaskatt.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 18

Yfirsuldsetning fyrirtækjanna flokkuð eftir hlutfalli hreinna skulda og EBITDA¹

(Hreinar skuldir - 4 * EBITDA)/Heildareignir²

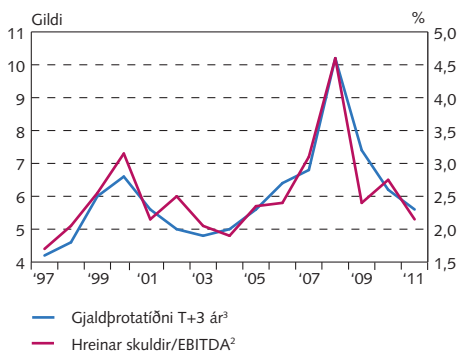


1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur sem annað hvort höfðu hlutfall hreinna skulda og EBITDA hærra en fjórir eða voru með neikvæða EBITDA. 2. Samtala hreinna skulda umfram fjórfalda EBITDA fyrirtækjanna auk hreinna skulda fyrirtækja með neikvæða EBITDA í hlutfalli við heildareignir. Hreinar skuldir eru nálgun á skuldir við lánardrottina að frádrögnum handbæru fé og skammtímaverðbréfum. Hreinar skuldir innihalda því ekki skuldaliði á við eftirlaunaskuldbindingar, tekjuskattskuldbindingar, viðskiptaskuldir, fyrirfram innheimtar tekjur og ógreiddan virðisaukaskatt.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

15. Hreinar skuldir geta verið neikvæðar ef handbært fé og skammtímaverðbréf eru stærri en áætlaðar skuldir við lánardrottina.

Mynd 19

Skuldir fyrirtækjanna og gjaldþrot
fyrirtækja í landinu¹

1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur. Hlutfall samtölu hreinna skulda og samtölu EBITDA fyrirtækjanna. 2. Hreinar skuldir eru nálgun á skuldir við lánaðrottna að fráregnu handbæru fé og skammtímaverðbréfum. Hreinar skuldir innihalda því ekki skuldaliði á við eftirlausaskuldbindingar, tekjuskattskuldbindingar, viðskiptaskuldir, fyrirfram innheimtar tekjur og ógreiddan virðisaukaskatt. 3. Skráð gjaldþrot fyrirtækja í landinu í hlutfalli við heildarfjölda fyrirtækja tafir um þrjú ár. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

sem ekki hafi enn verið búið að vinna nægilega á yfirsuldsetningu fyrirtækjanna árið 2012 en þá var hlutfall hennar og heildareigna um 42% sem er svipað og árið 2007 þegar hlutfallið var sögulega nokkuð hátt. Stærstur hluti yfirsuldsetningarinnar tilheyrði fyrirtækjum sem annað hvort voru með neikvæða EBITDA eða hlutfall hreinna skulda og EBITDA herra en 10. Einnig virðist sem yfirsuldsetning fyrirtækja með hlutfall herra en 7 hafi aukist milli ára 2011 og 2012 og að mögulega sé um færslu úr hópi fyrirtækja með hlutfall á bilinu 4-7 að ræða þar sem það lækkaði milli ára.

Tengsl hlutfalls skulda og EBITDA við gjaldþrotatiðni

Sem fyrr segir aukast líkur á gjaldþrotum eftir því sem fyrirtæki eru skuldsettari. Mynd 19 sýnir hvernig hlutfall hreinna skulda af EBITDA fyrirtækjanna og gjaldþrotatiðni íslenskra fyrirtækja, tafir um þrjú ár, þróuðust árin 1997-2011 (ákveðin töf er á því að fyrirtæki er skráð gjaldþrota frá því að það byrjar að lenda í greiðsluvanda eða þegar eignir duga ekki fyrir skuldum, sjá t.d. umfjöllun í *Fjármálastöðugleika* 2014/2). Fjöldi gjaldþrota fyrirtækja náði hámarki árið 2011 þegar tæplega 1.600 fyrirtæki voru skráð gjaldþrota eða þremur árum eftir fjármálaáfallið og eftir að skuldir þeirra náðu hámarki. Af myndinni að dæma virðist vera ákveðið samband milli hlutfalls hreinna skulda og EBITDA annars vegar og gjaldþrota fyrirtækja hins vegar en gjaldþrotatiðnin hækkar um hálfu prósentu þegar hlutfall hreinna skulda og EBITDA fyrirtækjanna hækkar um einn. Aukin skuldsetning fyrirtækjanna, sér í lagi að teknu tilliti til EBITDA, virðist því hafa leitt til hækkingar gjaldþrotatiðni fyrirtækja.

Veltufjárhlutfall og lausafjárhlutfall

Annar vinsæll mælikvarði á fjárhagslega stöðu fyrirtækja er að skoða hreint veltufé (e. working capital) og veltufjárhlutfallið (e. current ratio). Hreint veltufé er skilgreint sem mismunur milli veltufjármuna og skammtímaskulda og má nota sem mælikvarða á lausafé fyrirtækja til þess að mæta ófyrirsjáanlegum atburðum. Veltufjárhlutfallið er hlutfallið milli fyrrnefndra stærða. Hreint veltufé segir lítið eitt og sér og er yfirleitt skoðað í samhengi við aðra liði, til dæmis rekstrartekjur. Það er samt sem áður mikilvægt að vita hvort það sé jákvætt eða neikvætt. Ef hreint veltufé fyrirtækis er jákvætt er veltufjárhlutfall þess stærra en einn og duga þá veltufjármunir til að greiða af skammtímaskuldum komi til þess að fjárflæði til fyrirtækisins stöðvist. Eftir því sem að hlutfallið er herra er fyrirtækið jafnframt betur stætt til að bregðast við fjárfestingartækifærum. Skorti það hins vegar laust fé og hlutfallið er nálægt einum eykur það líkur á lausafjávanda. Fyrirtæki með lágt veltufjárhlutfall getur neyðst til að selja eignir með afslætti til þess eins að greiða af skammtímaskuldum þegar fjárflæði minnkar. Ef það dugar ekki er hætt við því að það fari í þrot. Miðað er við að veltufjárhlutfall fyrirtækja sé yfir 1 og að það sé alla jafna nægilega hátt ef það er á bilinu 1,2 til 2. Æskilegt veltufjárhlutfall er þó mismunandi milli atvinnugreina og getur samsetning veltufjármuna skipt nokkru máli. Alla jafna er talið æskilegt að það sé um 2 þannig að veltufjármunir geta rýrnað um helming án þess að það hafi áhrif á getu fyrirtækja til að greiða af skammtímaskuldum komi til þess að fjárflæði til fyrirtækisins stöðvist (Subramanyam og Wild, 2009). Veltufjárhlutfallið getur einnig

talist vera of hátt, út frá sjónarhóli fjárfesta, og bitnar það á mögulegri ávöxtun eiginfjár fyrirtækisins.

Veltufjórhlutfall fyrirtækjanna var hærra en einn tímabilið 1997-2007 og náði hámarki í kringum 1,34 árið 2003. Lausafjárstaða fyrirtækjanna var verst árið 2008 þegar veltufjórhlutfallið var um það bil 0,9 og lækkaði um 0,2 frá árinu á undan. Fjármálaáfallið virðist hafa haft veruleg áhrif á lausafjárstöðu fyrirtækjanna og var hlutfallið undir einum árið 2009 og rétt yfir einum árið þar á eftir. Árið 2012 var hlutfallið um 1,1 og nálægt því marki sem telst nægilegt. Miðgildið var hins vegar nokkuð yfir einum eða í kringum 1,4 og yfir viðmiðinu stóran hluta af tímabilinu. Ef litið er á fjölda fyrirtækja með neikvætt hreint veltufé tók hann nokkrum breytingum fyrstu fjögur árin eftir fjármálaáfallið. Árið 2008 voru 209 fyrirtæki með neikvætt hreint veltufé eða um 42% fyrirtækjanna. Síðan þá hefur þeim fækkað verulega og árið 2012 voru þau 157 talsins, um 32% fyrirtækjanna. Jafnframt minnkandi neikvætt veltufé fyrirtækjanna mikið á þessum fjórum árum. Fyrirtækjum með veltufé á bilinu 1-2 fjölgaði mest og voru árið 2012 rétt rúmlega 40% fyrirtækjanna. Veltufjárstaða fyrirtækjanna virðist því hafa batnað nokkuð fyrstu fjögur árin eftir fjármálaáfallið og var veltufjárstaða að minnsta kosti helmingi fyrirtækja yfir viðmiðinu, en enn var þó nokkur fjöldi fyrirtækja með neikvætt hreint veltufé.

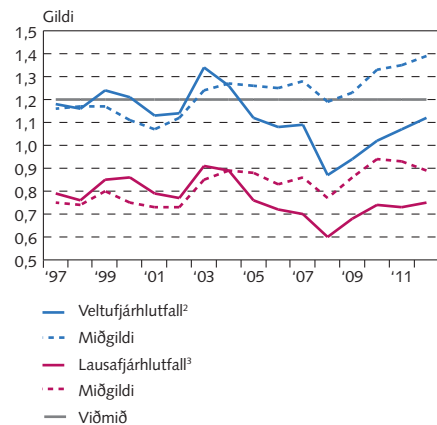
Annar strangari mælikvarði á skammtíma greiðslugetu fyrirtækja er lausafjórhlutfallið (e. liquid ratio) en það er fundið með því að reikna hlutfallið milli veltufjármuna, að frádregnum birgðum, og skammtímaskulda. Birgðir eru dregnar frá veltufjármunum þar sem þær eru ekki alltaf auðseljanlegar og alla jafna eiga fyrirtæki ekki að þurfa að ganga á eigin birgðir til þess að greiða af skuldum sínum. Aðeins er því horft til veltufjármuna sem hægt er að umbreyta í reiðufé með skömmum fyrirvara. Munur á milli veltufjórhlutfallsins og lausafjórhlutfallsins getur verið mismikill milli atvinnugreina. Ef mikill munur er á hlutföllunum gefur það til kynna að birgðir séu stór hluti af veltufjármunum. Lausafjórhlutfallið var töluvert lægra en veltufjórhlutfallið út tímabilið og aldrei hærra en 1. Þegar best lét, árið 2004, var lausafjórhlutfallið rétt rúmlega 0,9. Hlutfallið var lægst árið 2008 eða um 0,6. Lausafjórhlutfall undir einum gæti bent til þess að skammtímaskuldir fyrirtækjanna miðað við veltufjármuni hafi verið of háar á tímabilinu. Lausafjárstaða fyrirtækjanna hefur þó batnað verulega frá fjármálaáfallinu.

Vaxtaþekja

Einnig er gagnlegt að skoða vaxtaþekju fyrirtækjanna. Yfirleitt er þá litið á hlutfall rekstrarafgangs og vaxtagjalda. Það getur þó verið gagnlegt að skoða hlutfall EBITDA og vaxtagjalda samhliða því. Ef afskriftir eru miklar getur munað verulega á hlutföllunum og endurspeglar rekstrarafgangurinn þá betur getu fyrirtækjanna til þess að greiða af skuldum. Vaxtagjöld jukust mikið árin 2000 og 2008 þegar skuldir margfölduðust og segir vaxtaþekjan því eðlilega svipaða sögu og skuldamargfaldarinn, skuldir á móti EBITDA. Nánar er farið út í þróun vaxtagjalda í kafla 3.4. Miðað er við að gildi hlutfallsins sé í það minnsta yfir 1 en það er forsenda fyrir því að fyrirtæki geti greitt af skuldum sínum, það er að afkoma þess dugi fyrir vaxtagreiðslum. Alla jafna er talið æskilegt að hlutfallið fari ekki niður fyrir 1,5.

Mynd 20

Greiðslugeta fyrirtækjanna til skamms tíma¹

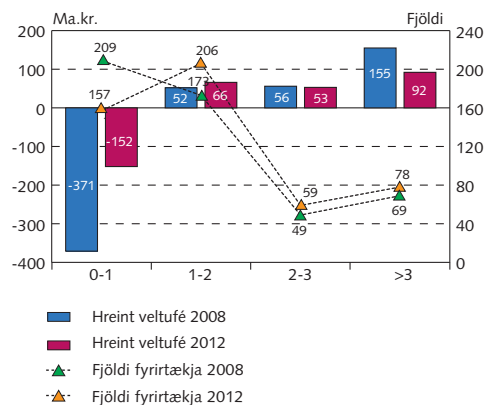


1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur. 2. Hlutfall samtölu veltufjármuna og samtölu skammtímaskulda fyrirtækjanna. 3. Lausafjórhlutfallið er reiknað með sama hætti og veltufjórhlutfallið nema birgðir eru dregnar frá veltufjármunum í teljara.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

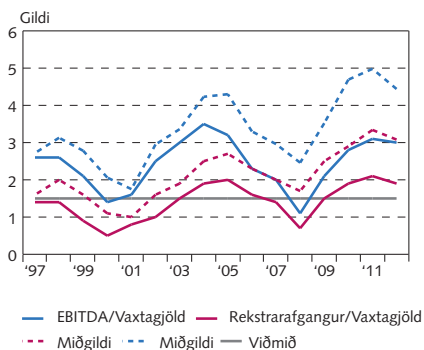
Mynd 21

Hreint veltufé á verðlagi ársins 2012 og fjöldi fyrirtækja flokkað eftir veltufjórhlutfalli fyrirtækjanna¹



1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur. Hreint veltufé er mismunur veltufjármuna og skammtímaskulda. Veltufjórhlutfallið er hlutfall samtölu veltufjármuna og samtölu skammtímaskulda fyrirtækjanna.

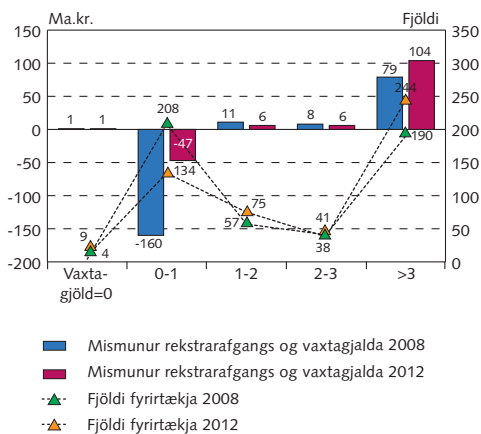
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 22
Vaxtaþekja¹

1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur. Hlutfall samtölu EBITDA eða rekstrarafgangs og samtölu vaxtagjalda fyrirtækjanna.
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 23

Rekstrarafgangur umfram vaxtagjöld á verðlagi ársins 2012 og fjöldi fyrirtækja flokkað eftir vaxtaþekju fyrirtækjanna¹



1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur. Vaxtaþekja er hlutfall samtölu rekstrarafgangs og samtölu vaxtagjalda fyrirtækjanna.
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Ef litið er á hlutfallið milli EBITDA og vaxtagjalda er ljóst að það var iðulega yfir 1, hlutfallið var þó nálægt því að fara undir 1 árið 2008. Þegar best lét, árið 2004, var EBITDA fyrirtækjanna ríflega þreföld vaxtagjöld þeirra. Til að meta getu fyrirtækja til þess að greiða af skuldum sínum er þó betra að líta á hlutfall rekstrarafgangs og vaxtagjalda. Á tímabilinu frá 1997-2012 fór hlutfallið fjórum sinnum niður fyrir 1, það er árin 1999-2001 og árið 2008. Mögulega bendir það til þess að fyrirtæki hafi verið lengur að aðlaga sig að breyttu umhverfi í kringum áfallið árið 2000 en árið 2008. Vaxtaþekja fyrirtækjanna versnaði í aðdraganda fjármálaáfallsins en skuldsetning fyrirtækja jókst mikið árin 2005-2007 eins og þegar hefur verið greint frá. Hún var hins vegar fljót að taka við sér eftir fjármálaáfallið 2008 og var árið 2012 svipuð og árið 2004 eða í kringum 2. Miðgildi vaxtaþekju fyrirtækjanna var þó mun hærra eða um 4 árið 2012 og yfir viðmiði stóran hluta tímabilsins, enda var mun hærra hlutfall fyrirtækja með vaxtaþekju yfir 1 árið 2012 en 2008 eða um 71% samanborið við 58%. Fjölgun fyrirtækja með vaxtaþekju yfir 3 er auk þess sérstaklega áberandi. Geta fyrirtækjanna til að greiða af skuldum sínum var sögulega góð árið 2012.

3.3 Jákvæð þróun kennitalna frá falli bankakerfisins

Samantekt á þróun helstu kennitalna fyrirtækjanna er viðkemur stöðu og fjármagnsskipan má sjá í töflu 3. Taflan sýnir nýjasta gildið, gildi árinna 1997 og 2004 þegar staða fyrirtækja var sögulega góð og gildi árinna 2000, 2007 og 2008 þegar staðan var sögulega slæm. Ljóst er að staða fyrirtækjanna versnaði mikið við fjármálaáfallið 2008. Hún virðist þó hafa batnað mikið fyrstu fjögur árin eftir fjármálaáfallið, meðal annars vegna endurskipulagningar fyrirtækja þar sem ólífvænlegum fyrirtækjum var slitið og skuldir annarra aðlagðar að rekstri eða eignastöðu. Jafnframt hafa fyrirtæki í landinu unnið markvisst að því að draga úr skuldsetningu sinni.

Lunginn af íslenskum fyrirtækjum telst til lítilla og meðalstórra fyrirtækja, en þau eru ólíklegri en stór fyrirtæki til þess að sækja sér fjármagn á hlutabréfamarkaði, m.a. vegna kostnaðar sem fylgir útgáfunni (sjá frekari umræðu um leiðir lítilla og meðalstórra fyrirtækja til að sækja sér fjármögnun í Seðlabanki Evrópu, 2014). Íslensk fyrirtæki sækja um það bil 80% af lánsfjármögnun sinni í formi lána frá fjármálastofnunum en restin samanstendur af útgefnum markaðsskuldabréfum hér á landi sem og erlendis.¹⁶ Kostur þess að stór hluti fjármagni sig með lánnum er að auðveldara getur verið að semja við lánastofnanir um tímabundna breytingu á skilmálum fjármögnunarinnar, svo sem frystingu greiðslna eða afskriftir þegar illa árar eða við skyndileg áföll, heldur en við eigendur markaðsskuldabréfa. Veitir það íslenskum fyrirtækjum ákveðinn sveigjanleika og svigrúm til þess að aðlaga rekstur sinn að breyttum aðstæðum. Eflaust má að hluta til rekja góðan árangur við lækkun skulda íslenskra fyrirtækja árin eftir fjármálaáfallið til þessa sveigjanleika.

Kennitölur fyrirtækjanna voru í flestum tilfellum betri árið 2012 en árin 2000, 2007 og 2008 en aðeins eiginfjárhlutfallið og hlut-

16. Hér er ekki tekið tillit til lána milli fyrirtækja og átt er við öll fyrirtæki á Íslandi, ekki aðeins 500 stærstu fyrirtækin.

fall rekstrarafgangs og vaxtagjalda var betra eða jafngott árið 2012 og árin 1997 og 2004. Fyrirtækjum með hlutfall hreinna skulda og EBITDA hærra en 10 eða neikvæða EBITDA, hafði fækkað verulega frá fjármálaáfallinu en voru engu að síður um helmingur fyrirtækjanna árið 2012 og heldur fleiri en árin 1997 og 2004. Fyrirtækjum með neikvætt hreint veltufé eða vaxtaþekju lægri en 1 hafði fækkað mun meira og voru álíka mörg árið 2012 og þegar þau voru sögulega fá, árið 2004. Staða fyrirtækjanna batnaði sum sé verulega fyrstu fjögur árin eftir fjármálaáfallið. Staðan var þó mismunandi eftir atvinnugreinum og hefur sumum tekist betur en öðrum að greiða úr skuldavanda sínum og aðlaga rekstur að breyttu efnahagssumhverfi eftir fjármálaáfallið en farið er nánar yfir stöðu fyrirtækjanna eftir atvinnugreinum í rammagrein 3.

Tafla 3 Kennitölur fyrirtækjanna á völdum tímamörktum

	1997	2000	2004	2007	2008	2012
Eignafjórhlutfall	30,4%	30,8%	33,5%	31,9%	17,5%	36,5%
Langtímaskuldir/Fjármagn	53,7%	56,4%	54,7%	59,6%	78,5%	56,4%
Heildarskuldir/EBITDA	6,7	10,5	6,8	9,3	12,0	7,1
Hreinar skuldir/EBITDA	4,4	7,3	4,8	7,2	10,2	5,5
Langtímaskuldir/EBITDA	3,4	6,0	4,1	6,4	9,3	5,3
Veltufjórhlutfall	1,18	1,21	1,26	1,09	0,87	1,12
Lausafjórhlutfall	0,79	0,86	0,89	0,70	0,60	0,75
Rekstrarafgangur/Vaxtagjöld	1,42	0,49	1,93	1,40	0,69	1,90
Fjöldi fyrirtækja með neikvæða EBITDA eða hlutfall hreinna skulda og EBITDA > 4	221	273	227	247	264	242
Fjöldi fyrirtækja með veltufjórhlutfall < 1	185	203	156	164	209	157
Fjöldi fyrirtækja með hlutfall rekstrarafgangs og vaxtagjalda < 1	182	239	142	179	208	134

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Staða fyrirtækja í úrtakinu var mjög svo breytileg eftir atvinnugreinum út tímabilið en í flestum tilvikum versnaði hún við fjármálaáfallið 2008. Þeim hefur tekist misvel að greiða úr skuldavanda sínum og aðlaga rekstur að breyttu efnahagssumhverfi í kjölfar fjármálaáfallsins. Við mat á stöðu fyrirtækja í sérhverri atvinnugrein verður einblínt á tímabilið 2004-2012, þ.e. uppgangarárin frá árinu 2004 þegar fyrirtæki stóðu hvað best, fjármálaáfallið árið 2008 og aðlögun í kjölfarið. Jafnframt eru almenn viðmið fyrir kennitölur fyrirtækja hafðar til hliðsjónar en gjarnan hafa greinendur þó miðað við mismunandi gildi fyrir sérhverja atvinnugrein.

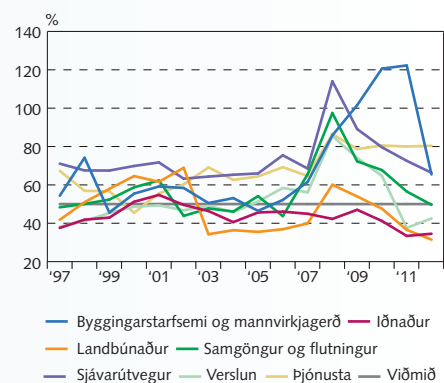
Skuldastaða breytilegri milli atvinnugreina eftir fjármálaáfallið

Árið 2004, um það leyti sem efnahagsreikningar fyrirtækjanna tóku að stækka, var hlutfall langtímaskulda og fjármagns atvinnugreina á bilinu 35-70%. Í fjármálaáfallinu breikkaði bilið hins vegar verulega og jókst munur á skuldsetningu fyrirtækja eftir atvinnugreinum. Skuldir fyrirtækja í sjávarútvegi annars vegar og samgöngum og flutningum hins vegar jukust einna mest og voru skuldir fyrirtækja í sjávarútvegi samanlagt meiri en eignir fyrirtækjanna árið 2008 og eigið fé þeirra því neikvætt. Næstu fjögur árin á eftir vænkaðist hagur þessara fyrirtækja sem og annarra atvinnugreina þó til muna. Eignarfjárstaða fyrirtækja í byggingarstarfsemi var hins vegar neikvæð árin 2009-2011. Þó svo að dregið hafi úr skuldsetningu nær allra atvinnugreina fyrstu fjögur árin eftir fjármálaáfallið var skuldsetning enn mun breytilegri heldur en við aldamótin síðustu. Röðun atvinnugreina eftir skuldsetningu breyttist aftur á móti lítið. Því ber að halda

Rammagrein 3

Fjárhagsleg staða fyrirtækja eftir atvinnugreinum

Mynd 1
Skuldsetning eftir atvinnugreinum¹
Langtímaskuldir/fjármagn²

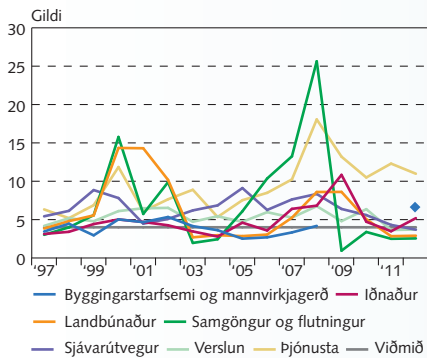


1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur. 2. Hlutfall samtölu langtímaskulda og samtölu fjármagns sem fyrirtækjunum hefur verið lagt til (summa langtímaskulda og eigin fjár).

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Hlutfall hreinna skulda og EBITDA eftir atvinnugreinum¹

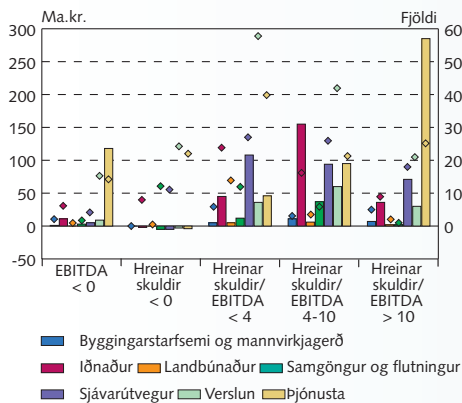


1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur. Hlutfall samtölu hreinna skulda og samtölu EBITDA fyrirtækjanna. 2. Hreinar skuldir eru nálgun á skuldir við lánardrottina að frádrægu handbæru fé og skammtíma verðbréfum. Hreinar skuldir innihalda því ekki skuldaliði á við eftirlaunaskuldbindingar, tekjuskattskuldbindingar, viðskiptaskuldir, fyrirfram innheimtar tekjur og ógreiddan virðisaukaskatt.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Hreinar skuldir ársins 2012 og fjöldi fyrirtækja flokkað eftir hlutfalli hreinna skulda og EBITDA sérhverrar atvinnugreinar¹



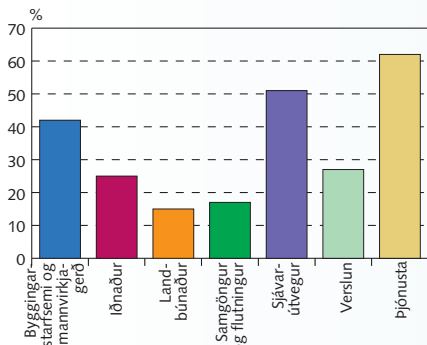
1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur. Punktur sýna fjölda fyrirtækja og sölur hreinar skuldir í sérhverjum flokki. Hreinar skuldir eru nálgun á skuldir við lánardrottina að frádrægu handbæru fé og skammtíma verðbréfum. Hreinar skuldir innihalda því ekki skuldaliði á við eftirlaunaskuldbindingar, tekjuskattskuldbindingar, viðskiptaskuldir, fyrirfram innheimtar tekjur og ógreiddan virðisaukaskatt.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Yfirsuldsetning atvinnugreina fyrirtækjanna árið 2012¹

(Hreinar skuldir - 4*EBITDA)/heildareignir²



1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur sem annað hvort höfðu hlutfall hreinna skulda og EBITDA hærra en fjórir eða voru með neikvæða EBITDA. 2. Samtala hreinna skulda umfram fjórfalda EBITDA fyrirtækjanna auk hreinna skulda fyrirtækja með neikvæða EBITDA í hlutfalli við heildareignir. Hreinar skuldir eru nálgun á skuldir við lánardrottina að frádrægu handbæru fé og skammtíma verðbréfum. Hreinar skuldir innihalda því ekki skuldaliði á við eftirlaunaskuldbindingar, tekjuskattskuldbindingar, viðskiptaskuldir, fyrirfram innheimtar tekjur og ógreiddan virðisaukaskatt.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

til haga að þó svo að eiginfjárstaða og hlutfall skulda á móti fjármagni fyrirtækis versni, t.d. við gengisfall eða verðbóluskot, getur rekstrarleg staða þess batnað og orðið til þess að framtíðarvirði þess hækkar. Í þessu samhengi má nefna sjávarútvegsfyrirtæki en skuldir þeirra jukust mikið við gengisfallið en að sama skapi jukust tekjur þeirra mældar í krónum, enda stór hluti þeirra í erlendri mynt. Því er nauðsynlegt að notast við fleiri mælikvarða við mat á skuldastöðu fyrirtækja.

Ef litið er á hlutfall hreinna skulda og EBITDA sérhverrar atvinnugreinar er ljóst að hlutfallið hækkaði hjá flestum árið 2008, þó mismikið. Með minnkandi skuldsetningu næstu fjögur árin á eftir batnaði hlutfallið aftur á móti til muna. Hlutfall hreinna skulda og EBITDA fyrirtækja í samgöngum og flutningum hafði til að mynda lækkað sérstaklega mikið en það hækkaði gífurlega árin 2004-2008 og var mun hærra en annarra atvinnugreina árið 2008. Árið 2012 voru fyrirtæki í samgöngum og flutningum því meðal þeirra sem höfðu hvað lægst hlutfall hreinna skulda á móti EBITDA. Aðeins fyrirtæki í samgöngum og flutningum annars vegar og landbúnaði hins vegar voru með hlutfall hreinna skulda og EBITDA undir 3 árið 2012. Hlutföll fyrirtækja í sjávarútvegi og verslun voru undir 4 en fyrirtækja í öðrum atvinnugreinum voru yfir 5. Til samanburðar var aðeins ein atvinnugrein sem hafði fyrirtæki með samanlagt hlutfall hreinna skulda og EBITDA undir 5 árið 2007.

Þrátt fyrir að hlutfall langtímaskulda og fjármagns fyrirtækja hafi verið einna minnst hjá fyrirtækjum í iðnaði var hlutfall hreinna skulda og EBITDA þeirra með hærra móti eða um 5,2 árið 2012. Skuldastaða fyrirtækja í þjónustugeiranum og byggingarstarfsemi var enn slæm árið 2012, þá sér í lagi þeirra fyrrnefndu, en hlutfall hreinna skulda og EBITDA fyrirtækja í byggingarstarfsemi var um 7 og hlutfall fyrir þjónustufyrirtæki var um 11 en hafði þó lækkað um rétt rúmlega 7 prósentur frá árinu 2008.¹ Það er því ekki að undra að stór hluti af hreinum skuldum fyrirtækja með hlutfall hreinna skulda og EBITDA hærra en 10 eða neikvæða EBITDA tilheyrði þjónustufyrirtækjum, nánar tiltekið 70% (mynd 3). Um 13% tilheyrðu svo fyrirtækjum í sjávarútvegi. Yfirsuldsetning þjónustufyrirtækja var auk þess hlutfallslega mikil í samanburði við aðrar atvinnugreinar en yfirsuldsetning þeirra var í kringum 62% af heildareignum þjónustufyrirtækja sem voru með hreinar skuldir umfram fjórfalda EBITDA. Yfirsuldsetning fyrirtækja í byggingarstarfsemi og sjávarútvegi virðist einnig hafa verið hlutfallslega nokkuð mikil miðað við heildareignir þeirra en sérstaklega áberandi var mikil yfirsuldsetning sjávarútvegsfyrirtækja sem höfðu neikvæða EBITDA.

Skammtíma greiðslugeta

Veltufjárhlutfallið var heldur breytilegt og sveiflukennt eftir atvinnugreinum út tímabilið. Árið 2012 var hlutfallið í flestum tilvikum hærra en 1 en þjónustufyrirtæki voru þau einu sem höfðu lægra hlutfall en það var um 0,5. Til samanburðar voru aðeins fyrirtæki í iðnaði og byggingarstarfsemi sem höfðu gildi hærra en 1,2 árið 2008. Veltufjárhlutfall fyrirtækja í byggingarstarfsemi batnaði hvað mest á árinu 2012 og var rétt rúmlega 1,4 það árið. Þó svo að veltufjárhlutföll atvinnugreina hafi verið nokkuð sveiflukennd yfir tímabilið voru ákveðnar greinar þó oftar fyrir ofan viðmiðunargildið en aðrar eins

1. Gildum fyrir fyrirtæki í byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð árin 2009-2011 var sleppt til þess að einfalda mynd 2 en staða þeirra var sérstaklega slæm þessi ár og var EBITDA margra þeirra neikvæð. Þar af leiðandi var hlutfall hreinna skulda og EBITDA mjög neikvætt fyrir fyrirtæki í byggingarstarfsemi árin 2009-2011 og hefði það rýrt upplýsingagildi myndarinnar að birta þau.

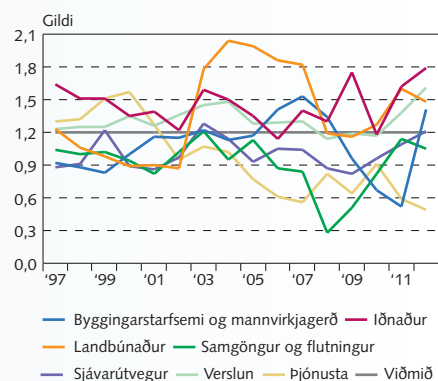
og sjá má á mynd 5. Lausafjárhlutfallið gefur ögn dekkri mynd af getu fyrirtækja til þess að greiða af skammtímaskuldum þegar fjárfæði frá rekstri minnkar skyndilega en aðeins fyrirtæki í iðnaði annars vegar og samgöngum og flutningum hins vegar voru yfir 1 árið 2012 en lausafjárhlutfallið er strangari mælikvarði en veltufjárhlutfallið.

Geta fyrirtækja til þess að greiða vexti af skuldum sínum versnaði snögglega árið 2008, eins og þegar hefur komið fram, skiptir þá ekki máli á hvaða atvinnugrein er litið. Staða fyrirtækja í samgöngum og flutningum virðist hafa verið sérstaklega slæm árið 2008 og virðist rekstrarafgangur ekki hafa dugað til þess að greiða af vaxtagjöldum fyrirtækjanna. Staða þeirra batnaði þó mikið næstu fjögur árin á eftir og voru fyrirtæki í samgöngum og flutningum með hæstu vaxtaþekjuna árið 2012. Staða fyrirtækja í byggingarstarfsemi var sérstaklega slæm árin 2009-2011 og voru mörg þeirra með neikvæðan rekstrarafgang. Hún batnaði samt hægt og bitandi og árið 2012 var vaxtaþekja þeirra rétt undir einum. Þjónustufyrirtæki stóðu verst árið 2012 en vaxtaþekja þeirra árið 2004 var rétt yfir einum og hefur farið nánast samfleytt versnandi ár frá ári og var frekar lág út tímabilið. Það virðist vera sem fyrirtæki í þjónustu og byggingarstarfsemi hafi verið dragbitur á vaxtaþekju fyrirtækjanna í úrtakinu árin 2011 og 2012.

Staða þjónustufyrirtækja áberandi slæm

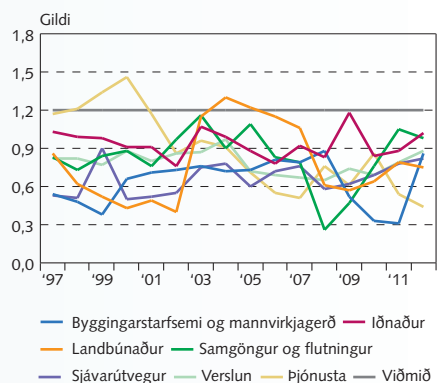
Af ofangreindum kennitölum fyrirtækja er ljóst að staða þjónustufyrirtækja virðist hafa verið sérstaklega slæm út tímabilið. Hlutfall hreinna skulda og EBITDA þeirra jókst mikið fyrir fjármálaáfallið en á sama tíma minnkaði geta þeirra til að greiða af skuldum sínum. Við fall krónunnar jukust verulega skuldir þeirra í erlendri mynt en óvíst er að þau hafi mörg hver verið með tekjur í sömu mynt eða nægjanlegar varnir gegn aukinni gjaldeyrisáhættu (sjá t.d. *Fjármálastöðugleika* 2008 og 2009). Kann það að skýra hvers vegna þjónustufyrirtæki virðast hafa átt sérlega erfitt uppdráttar eftir fjármálaáfallið. Um er að ræða frekar sundurleitan hóp fyrirtækja og því erfitt að segja nákvæmlega hvers vegna staða þeirra er áberandi verri en annarra en líkast til sækja mörg þessara fyrirtækja á innlendan markað og hefur samdráttur í innlendri eftirspurn haft slæm áhrif á þau. Fjárhæð lána í erlendri mynt til fyrirtækja í þjónustu sem og öðrum atvinnugreinum en samgöngum og flutningum, iðnaði og sjávarútvegi lækkaði verulega eftir fjármálaáfallið og með því drógu þau úr gjaldmiðlaáhættu sinni sem ríkti fyrir fjármálaáfallið. Fyrirtæki í byggingarstarfsemi og mannvirkjagerð virðast hafa farið sérlega illa út úr fjármálaáfallinu 2008 og versnaði staða þeirra mikið árin eftir áfallið þegar fasteignaverð tók að lækka og fasteignaverkefnum fækkaði. Fasteignaverð hefur aftur á móti hækkað á undanförunum árum auk þess sem byggingaframkvæmdum hefur fjölgað, til að mynda í tengslum við ferðaþjónustuna og fjölgun erlendra ferðamanna. Það er því ekki ólíklegt að hagur fyrirtækja í byggingarstarfsemi vænkist frekar á næstu árum og að tölur fyrir árin 2013 og 2014 gefi jákvæðari mynd af stöðu þeirra. Fjölgun ferðamanna hefur jafnframt haft jákvæð áhrif á stöðu félaga í samgöngum og flutningum, sem og fleiri atvinnugreina bæði beint og óbeint, en þau virðast hafa staðið hvað best árið 2012 með lægstar skuldir á móti EBITDA, hæstu vaxtaþekjuna og viðunandi veltufjárhlutfall.

Mynd 5
Veltufjárhlutfall eftir atvinnugreinum¹



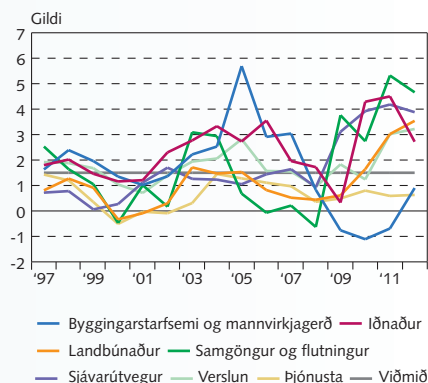
1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur. Hlutfall samtölu veltufjármuna og samtölu skammtímaskulda fyrirtækjanna.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6
Lausafjárhlutfall eftir atvinnugreinum¹



1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur. Hlutfall samtölu veltufjármuna að frádregnum birgðum og samtölu skammtímaskulda fyrirtækjanna.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

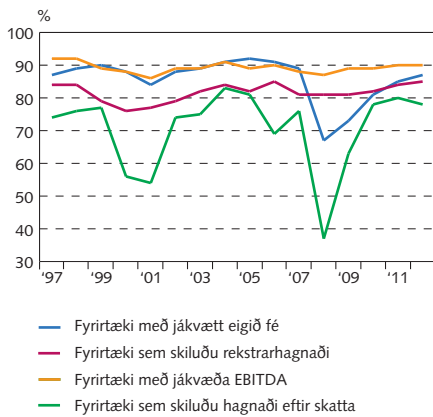
Mynd 7
Vaxtaþekja eftir atvinnugreinum¹



1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur. Hlutfall samtölu rekstrarafgangs og samtölu vaxtagjalda fyrirtækjanna.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 24

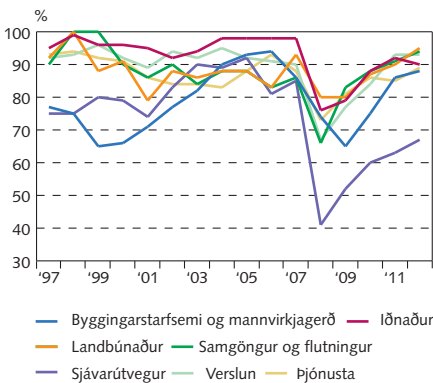
Hlutfall fyrirtækja með jákvætt eigið fé og eftir afkomu¹



1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 25

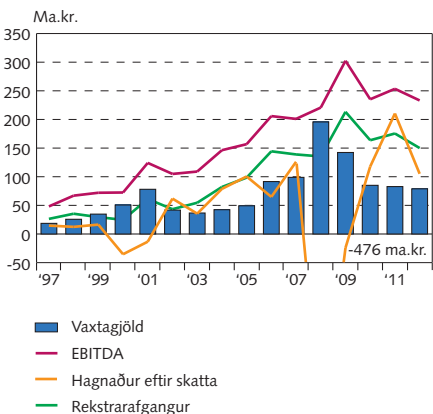
Fjöldi fyrirtækja með jákvætt eigið fé sem hlutfall af heildarfjölda fyrirtækja í sérhverri atvinnugrein¹



1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 26

Rekstrarafgangur, EBITDA, hagnaður eftir skatta og vaxtagjöld fyrirtækjanna á verðlagi ársins 2012¹



1. 500 veltumestu fyrirtækin miðað við rekstrartekjur.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

3.4 Eiginfjárstaða og afkoma fyrirtækjanna

Að meðaltali voru 89% fyrirtækjanna með jákvætt eigið fé árin 1997-2007. Þeim fækkaði þó mikið árið 2008 eða í tæp 67%. Fyrirtækjum með jákvætt eigið fé virðist hafa fækkað í nær öllum atvinnugreinum en áberandi mikið meðal fyrirtækja í sjávarútvegi, enda mörg hver með skuldir í erlendri mynt. Frá árinu 2008 hefur fyrirtækjum með jákvætt eigið fé fjölgað smám saman og voru árið 2012 nokkuð nálægt meðaltali árána fyrir fall fjármálakerfisins eða um 87%. Fyrirtæki í sjávarútvegi voru þó enn vel undir meðaltalinu. Hlutföll fyrirtækja sem skiluðu jákvæðri EBITDA og rekstrarafgangi voru býsna stöðug út tímabilið. Meiri sveiflur voru hins vegar í fjölda fyrirtækja sem skiluðu hagnaði eftir skatta. Tafla 4 sýnir hlutfallslegan fjölda fyrirtækja eftir afkomu og stöðu eigin fjár. Árin 1997-2007 voru að meðaltali um 72% fyrirtækja sem skiluðu hagnaði eftir skatta. Fyrirtækjum sem skiluðu hagnaði fækkaði verulega árið 2008 og fór hlutfall þeirra niður í 37%. Aukinn fjármagnskostnaður vegna gengisfalls íslensku krónunnar, aukin verðbólga og herra vaxtagjöld áttu eflaust stóran þátt í því en vaxtagjöld fyrirtækjanna tvöfölduðust eins og sjá má á mynd 26. Afkoman var strax betri árið eftir og á síðustu árum hafa fyrirtæki sem skila rekstrarafgangi og hagnaði verið fleiri en að meðaltali árin 1997-2007. Fjöldi fyrirtækja með jákvætt eigið fé er hins vegar enn undir meðaltali árána 1997-2007. Af þeim fyrirtækjum sem voru með jákvætt eigið fé árið 2012 skiluðu um 87% rekstrarafgangi, 92% voru með jákvæða EBITDA og 83% skiluðu hagnaði eftir skatta. Mun minna hlutfall fyrirtækja með neikvætt eigið fé skiluðu hagnaði eftir skatta eða um helmingur og um 28% þeirra skiluðu tapi af rekstri.

Tafla 4 Hlutfallslegur fjöldi fyrirtækja eftir afkomu og stöðu eigin fjár

	Meðaltal					
	1997-2007	2008	2009	2010	2011	2012
Fyrirtæki með jákvætt eigið fé	89%	67%	73%	81%	85%	87%
Fyrirtæki með jákvæða EBITDA	89%	87%	89%	89%	90%	90%
Fyrirtæki sem skiluðu hagnaði eftir skatta	72%	37%	63%	78%	80%	78%
<i>Jákvætt eigið fé:</i>						
Fyrirtæki sem skiluðu rekstrarhagnaði af þeim sem voru með jákvætt eigið fé	85%	87%	86%	87%	87%	87%
Fyrirtæki sem skiluðu hagnaði eftir skatta af þeim sem voru með jákvætt eigið fé	78%	54%	75%	86%	85%	83%
<i>Neikvætt eigið fé:</i>						
Fyrirtæki sem skiluðu rekstrartapi af þeim sem voru með neikvætt eigið fé	54%	30%	31%	41%	38%	28%
Fyrirtæki sem skiluðu tapi eftir skatta af þeim sem voru með neikvætt eigið fé	73%	97%	70%	53%	54%	56%

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

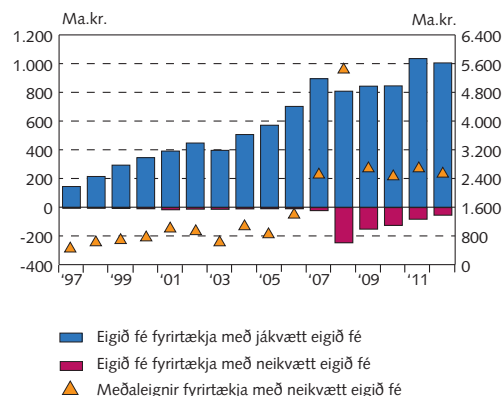
3.5 Gjald- og greiðslufærni

Gjarnan er notast við gjaldfærni (e. balance sheet solvency) sem mælikvarða til þess að meta hvort fyrirtæki séu lífvænleg eða ekki. Þá er verið að athuga hvort eignir dugi fyrir skuldum, þ.e. hvort eigið fé sé jákvætt.¹⁷ Annar mælikvarði á stöðu fyrirtækja er greiðslufærni (e. cash flow solvency), með öðrum orðum geta fyrirtækja til þess að standa í skilum af næstu greiðslum.¹⁸ Ef öðrum hvorum mælikvarðanum er ekki fullnægt telst fyrirtæki ógjaldfært samkvæmt lögum um gjaldþrotaskipti.¹⁹

Um 11% fyrirtækja höfðu að meðaltali neikvætt eigið fé árin 1997-2007 og fór hlutfall þeirra hæst í 16% árið 2001. Mynd 27 sýnir hvernig eigið fé fyrirtækjanna er skipt eftir því hvort það er jákvætt eða neikvætt. Þrátt fyrir að um 11% fyrirtækja hafi verið með neikvætt eigið fé á þessum árum voru þau aðeins lítillaga neikvæð, þar sem um hlutfallslega lágar fjárhæðir er að ræða eða um 2,2% að meðaltali ef reiknað er hlutfall neikvæðs eigin fjár af því jákvæða og fór hæst í 3,7% árið 2001. Árið 2008 voru hins vegar 33% fyrirtækja með neikvætt eigið fé og var fjárhæð neikvæðs eigin fjár tæplega þriðjungur af eigin fé fyrirtækja með jákvætt eigið fé. Hlutfallið og fjárhæðin sömuleiðis hefur eftir það minnkað ár frá ári og nálgast nú meðaltal árunna fyrir fjármálaáfallið. Framan af voru það aðallega fyrirtæki með heildareignir minni en 1 ma.kr. sem voru með neikvætt eigið fé. Eins og áður hefur verið komið að jukust eignir og skuldir fyrirtækja mikið á uppgangsárum síðasta áratugar. Meðaltal heildareigna fyrirtækja með neikvætt eigið fé hefur því eðlilega hækkað í takt við þá þróun og hefur verið að meðaltali um 2,5 ma.kr. síðastliðin ár. Meðaltal heildareigna fyrirtækja með neikvætt eigið fé hækkaði hins vegar áberandi mikið árið 2008 og fór upp í um það bil 5,4 ma.kr. og því ljóst að árið 2008 var algengara að eignameiri fyrirtæki hafi lent í vandræðum og neikvæðri eiginfjárstöðu.

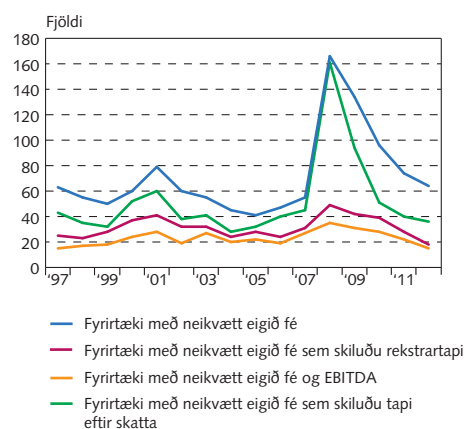
Þrátt fyrir að fyrirtækjum með neikvætt eigið fé hafi fjölgað umtalsvert árið 2008 voru þau hlutfallslega betur stæð rekstrarlega séð heldur en þau fyrirtæki sem voru með neikvætt eigið fé árin á undan, þar sem hlutfall fyrirtækja sem skiluðu rekstrarafgangi af þeim fyrirtækjum sem voru með neikvætt eigið fé var herra árin 2008 og 2009 heldur en á fyrri árum. Aftur á móti fjölgaði fyrirtækjum hlutfallslega sem skiluðu tapi og var hlutfall þeirra af fyrirtækjum með neikvætt eigið fé um 97% árið 2008 en ljóst er að aukinn fjármagnskostnaður hefur verið þar stór áhrifavaldur.

Mynd 27

Eiginfjárstaða fyrirtækjanna á verðlagi ársins 2012¹

1. 500 veltuð fyrirtækin miðað við rekstrartekjur.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 28

Fjöldi fyrirtækja með neikvætt eigið fé eftir afkomu¹

1. 500 veltuð fyrirtækin miðað við rekstrartekjur.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

17. Neikvætt eigið fé í skattframtölum þýðir samt sem áður ekki endilega að fyrirtæki sé raunverulega ólífvænlegt og því þurfi að slíta. Það er hins vegar ljóst að eigið fé getur aldrei verið neikvætt til lengdar. Fyrirtæki með jákvætt eigið fé eru alla jafna betur í stakk búin til þess að takast á við efnahagsþrengingar eða skyndilega aukningu skulda. Það er því mikilvægt fyrir fjármálastöðugleika að sem flest fyrirtæki hafi jákvætt eigið fé og að eiginfjárlutföll þeirra séu ekki of lág. Það er jafnframt hættumerki ef fyrirtækjum með neikvætt eigið fé fer fjölgandi og sér í lagi ef sömu fyrirtækin skila tapi af rekstri eða eftir skatta.

18. Þegar fyrirtæki eru ógreiðslufær getur verið nóg að skilmálum lána þeirra sé breytt til þess að þau standi í skilum af greiðslum sínum. Oft á tíðum er hins vegar erfitt að greina á milli ógreiðslufærni og ógjaldfærni og fylgjast þessir tveir atburðir gjarnan að.

19. Sjá t.d. lög nr. 21/1991 um gjaldþrotaskipti o.fl., og „Skýrsla réttarfarsnefndar um breytingu á gjaldþrotaskiptalögum í tengslum við áætlun AGS“, október 2009.

4 Tillögur að traustari fjármagnsskipan

Af greiningunni á fjárhagsstöðu fyrirtækjanna að dæma hefur skuldsetning verið ráðandi fjármögnunarkostur íslenskra fyrirtækja síðustu ár og áratugi. Fyrirtæki hafa þó aðallega fjármagnað fjárfestingarútgjöld sín úr eigin rekstri frá fjármálaáfallinu. Í rammagrein 1 er farið yfir það hvað hefur áhrif á fjármagnsskipan fyrirtækja en ýmsar kenningar hafa verið settar fram með það að augnamiði að skýra hvers vegna sum fyrirtæki eru skuldsettari en önnur. Miðað við háa skuldamargfaldara fyrirtækjanna væri heppilegra að íslensk fyrirtæki fjármögnuðu starfsemi sína í auknum mæli með eigin fé. Fleiri en ein leið er fær í þeim efnum, svo sem hærra framlag stofnfjárfesta eða hlutfjárútböð. Íslensk fyrirtæki hafa fram til þessa nýtt sér að takmörkuðu leyti markaðstorg fjármálagerninga, til dæmis First North, til öflunar hlutfjár.²⁰ Markaðstorg fjármálagerninga gæti verið góður vettvangur fyrir minni fyrirtæki að sækja sér fjármagn en ódýrara er að sækja fé á slíka markaði heldur en skipulegan verðbréfamarkað þar sem því fylgir gjarnan minni upplýsingaskylda. Mögulega vantar hins vegar fjársterka aðila til þess að hleypa lífi í slíkan markað hér á landi. Fram til þessa hafa lífeyrissjóðirnir til að mynda þurft að flokka hlutabréf sem tekin eru til viðskipta á markaðstorgi fjármálagerninga með óskráðum bréfum, samanber 36. gr. laga um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997, og hafa því takmarkaða heimild til að fjárfesta í þeim. Einnig virðast reglur um útgáfulýsingar vera strangari hér á landi en víða annars staðar á Norðurlöndunum þar sem markaðir sem þessir hafa fengið að njóta sín betur.²¹

Til þess að stuðla að stöðugleika í fjármögnun fyrirtækja til langs tíma og þar af leiðandi auknum fjármálastöðugleika hér á landi þarf auk þess að draga úr bjögun til skuldsetningar sem felst í frádráttarbærni vaxtagjalda. Með því að stuðla að hagkvæmri fjármagnsskipan fyrirtækja með ákvæði um þunna eiginfjárskipan (e. thin capitalization rules) líkt og hefur verið gert víða erlendis væri hægt að draga úr þessari bjögun (sjá t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2010; Fjármálaráðuneytið, 2012; De Mooij, 2011). Þá er sett hámark á frádráttarbærni vaxtagreiðslna út frá kennitölum á borð við skuldir sem hlutfall af eigin fé eða EBITDA þeirra. Fari kennitölurnar yfir ákveðið hámark skerðist heimild fyrirtækjanna til að draga vaxtagjöld frá rekstrartekjum við útreikning á skattstofni. Einnig hafa vaxtagjöld umfram vaxtatekjur verið takmarkaðar við ákveðið hlutfall af EBITDA fyrirtækjanna. Líkt og kom fram í greiningu um stöðu fyrirtækjanna virðist vera samband milli hlutfalls hreinna skulda og EBITDA og gjaldprotatíðni fyrirtækja. Með því að stuðla að lægra skuldahlutfalli væri því mögulega hægt að draga úr gjaldþrotum fyrirtækja sem gæti í kjölfarið leitt til aukins stöðugleika.

Einnig væri hægt að stuðla að jafnri meðferð vaxta- og arðgreiðslna við útreikning skatta (e. modified allowance for corporate equity [ACE]), líkt og lagt var til að gert yrði í skýrslu á vegum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (2010) um það hvernig megi auka skilvirkni íslensks

20. Markaðstorg fjármálagerninga starfrækt af NASDAQ OMX kauphöllinni á Íslandi.

21. Sjá viðtal við Pál Harðarson, forstjóra Kauphallar Íslands, í Kauphallarblaði Viðskiptablaðsins þann 11. september 2014 fyrir frekari upplýsingar um þróun markaðstorga fjármálagerninga á Norðurlöndunum.

skattkerfis. Samkvæmt þeirri aðferð er veittur frádráttur frá tekjuskatti, vegna bæði vaxtagjalda og arðgreiðslna, sem nemur eðlilegri arðsemi eigna, reiknað sem ákveðið hlutfall af eignum fyrirtækja. Hver eðlileg arðsemi eigna á að vera er hins vegar umdeilanlegt en til dæmis væri hægt að miða við ávöxtunarkröfu á ríkisbréf til meðallangs eða langs tíma, áhættulausa vexti. Allar vaxta- og arðgreiðslur umfram eðlilega arðsemi eigna eru svo skattlagðar. Þar með væri bjögun til skuldsetningar vegna skattahagræðis vaxtagjalda eytt.

5 Niðurlag

Ljóst er af greiningu á skuldastöðu fyrirtækjanna að hún var nokkuð sveiflukennd árin 1997-2012 og iðulega frekar há ef miðað er við þekkt viðmið fyrir kennitölur fyrirtækja. Skuldsetning fyrirtækjanna jókst verulega í fjármálaáfallinu 2008, meðal annars vegna mikillar lækkunar gengis íslensku krónunnar og verðbólgu sem fylgdi í kjölfarið. Fyrirtækin juku skuldsetningu sína í aðdraganda áfallsins sem gerði þau viðkvæmari fyrir breytingum í efnahagsumhverfinu. Skuldsetning fyrirtækjanna virðist hafa sett mark sitt á fjárhagslega stöðu þeirra og svigrúm til þess að auka við skuldir sínar. Það endurspeglast í fjölda fyrirtækja með neikvætt eigið fé og lága vaxtaþekju þegar harðnaði á dalnum og skuldir fyrirtækja hækkuðu fyrir tilstilli ófyrirséðra atburða. Staða fyrirtækjanna var sögulega orðin nokkuð góð árið 2012 en var þó heldur breytileg eftir atvinnugreinum og stóðu fyrirtæki í þjónustu og byggingarstarfsemi sérlega illa eftir fjármálaáfallið. Bætta stöðu fyrirtækjanna í kjölfar fjármálaáfallsins má meðal annars rekja til endurskipulagningar fyrirtækja en fyrirtæki hafa auk þess unnið að því að draga úr skuldsetningu sinni. Jafnframt hefur verst stæðu fyrirtækjunum verið slitið en breytileiki úrtaksins var mikill árið 2008 og fjölgaði gjaldþrotum fyrstu árin eftir áfallið.

Því verður að halda til haga að aðstæður sem mynduðust hér á landi í fjármálaáfallinu 2008 voru afar sérstakar þar sem heilt bankakerfi, sem og uppspretta lánsfjármögnunar íslenskra fyrirtækja, fór í þrot. Skuldir fyrirtækjanna jukust eðlilega við slíkar aðstæður. Engu að síður hefur íslenskt efnahagslíf verið frekar sveiflukennt síðustu áratugi með meiri verðbólgu og hærra vaxtastig en í helstu viðmiðunarlöndum, enda Ísland lítið opið hagkerfi þar sem ytri þættir geta haft veruleg áhrif. Því ættu íslensk fyrirtæki ef til vill að gæta aukinnar varfærni og reyna að tryggja með einum eða öðrum hætti að þau séu lífvænleg bæði þegar vel árar og þegar harðnar á dalnum. Það má til dæmis gera með því að auka tappól með aukinni eiginfjármögnun.

Miðað við háa skuldamargfaldara fyrirtækjanna væri því heppilegra að íslensk fyrirtæki fjármögnuðu starfsemi sína í auknum mæli með eigin fé og að innbyggðum hvötum til skuldsetningar verði eytt. Það væri til dæmis hægt að gera með breytingum á skattkerfinu, þar sem frádráttarbærni vaxtagjalda væri takmörkuð út frá skuldamargföldurum fyrirtækja eða með því að stuðla að jafnri meðferð vaxtagjalda og arðgreiðslna fyrir skatti. Sterkari eiginfjárstaða veitir fyrirtækjum fjárhagslegt svigrúm til aukinnar skuldsetningar þegar þörf er á og mun hærra eiginfjárlutfall fyrirtækja draga úr mögulegri tap-áhættu lánveitanda og stuðla að fjármálastöðugleika til langs tíma.

Heimildir

- Aggarwal, R., (1981). International differences in capital structure norms: An empirical study of large European companies. *Management International Review*, 21, 75-88.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2010, júlí). *Iceland: Improving the Equity and Revenue Productivity of the Icelandic Tax System*. (IMF Country Report no. 10-213).
- Arnór Sighvatsson (2002). Alþjóðleg efnahagslæggð gengur yfir. *Peningamál* 2002/1, 43-52.
- Asquith, P., og Mullins, D. W. (1983). The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth. *The Journal of Business*, 56, 77-96.
- Damijan, J. P., (2014). *Corporate Financial Soundness and its Impact on Firm Performance: Implications for Corporate Debt Restructuring in Slovenia*. (Working Paper No. 168). European Bank for Reconstruction and Development.
- De Mooij, R. A., (2011, maí). *Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions*. (IMF Staff Discussion Note no. 11-11). Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.
- Fjármálaráðuneytið (2012, júní). *Skýrsla starfshóps um reglur þunnrar eiginfjármögnunar*.
- Greenwald, B., Stiglitz, J. E. og Weiss, A. (1984). Informational imperfections in the capital markets and macro-economic fluctuations. *American Economic Review*, 74, 194-199.
- Hall, G. C., Hutchinson, P. J. og Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structure of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31, 711-728.
- Hess, D., og Immenkötter, P. (2012). *How Much is to Much? Debt Capacity and Financial Flexibility*. (CFR Working Paper 14-03). Centre for financial research: Cologne.
- Innanríkisráðuneytið (2009, október). *Skýrsla réttarfarsnefndar um breytingu á gjaldþrotaskiptalögum í tengslum við áætlun AGS*.
- Kindleberger, C. P., (2005). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (5. útgáfa). John Wiley & Sons.
- Kraus, A., og Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28, 911-922.
- Lög nr. 21/1991 um gjaldþrotaskipti o.fl.
- Lög nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða.
- Lög nr. 90/2003 um tekjuskatt.
- Lög nr. 161/2002 um fjármálafyrirtæki.
- Miller, M. H., (1977). Debt and taxes. *Journal of Finance*, 32, 261-275.
- Minsky, P. H., (1992, maí). *The Financial Instability Hypothesis*. (Working Paper no. 74). The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- Modigliani, F., og Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48, 261-297.
- Modigliani, F., og Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53, 433-443.
- Myers, S. C., (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Myers, S. C., og Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- NASDAQ OMX (2010). *Skráning á markað: Hlutabréf tekin til viðskipta*. Sótt 17. mars 2015 af vef NASDAQ OMX: http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/77/77434_67164_nasdaqomx_skraning_a_markad.pdf
- Páll Hreinsson, Sigríður Benediksdóttir og Tryggvi Gunnarsson (ritstj.) (2010). *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir* (1. bindi). Rannsóknarnefnd Alþingis.

- Seðlabanki Evrópu (2013, ágúst). *Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area*. (Occasional Paper Series no. 151).
- Seðlabanki Evrópu (2014, júlí). SME access to finance in the euro area: Barriers and potential policy remedies. *Monthly Bulletin* 2014/6, 79-97.
- Seðlabanki Íslands (2008, maí). *Fjármálastöðugleiki* 2008.
- Seðlabanki Íslands (2008, nóvember). Kreppur vegna skyndilegra straumhvarfa fjármagnsflæðis. *Peningamál* 2008/3, 24-26.
- Seðlabanki Íslands (2009, október). *Fjármálastöðugleiki* 2009.
- Seðlabanki Íslands (2012, nóvember). Fjárfestingar í kjölfar fjármálakreppa. *Peningamál* 2012/4, 17-19.
- Seðlabanki Íslands (2014, október). *Fjármálastöðugleiki* 2014/2.
- Seðlabanki Íslands (2014, nóvember). *Peningamál* 2014/4.
- Stiglitz, J. E., (1988). Why financial structure matters. *Journal of Economic Perspectives*, 2, 121-126.
- Subramanyam, K. R., og Wild, J. (2009). *Financial Statement Analysis*. (10. útgáfa). McGraw-Hill/Irwin.
- Viðskiptablaðið: Úr kauphöllinni (2014, 11. september). *Lífeyrissjóðir fá að fjárfesta á First North*.

