

Den svenska företagsobligationsmarknaden behöver regleras

Företagsobligationer är viktiga finansieringsinstrument för svenska företag, men de kunde vara viktigare. Den inhemska marknaden har ofta beskrivits som underutvecklad och liten. Detta trots att den finansiella infrastrukturen sedan länge är väl utvecklad, vilket indikerar att det torde finnas möjlighet att i ökad grad matcha företagens lånebehov med investerarnas placeringsbehov på ett effektivt sätt. Det finns anledning att tro att bristen på transparens på denna marknad utgör ett avgörande problem, med avsevärda kostnader för samhället. Dessa kostnader bör kunna minskas genom en reglering av transparensen vid affärer i företagsobligationer, som liknar den som infördes i USA 2002.

HÅKAN THORSELL

är ekonomie doktor och *assistant professor* på Handelshögskolan i Stockholm. Han disputerade 2008 på en avhandling som bl a handlar om pris-sättning av företagsobligationer. hakan.thorsell@helgas.se

Redan Ingves (1980) ställde frågan ”Varför fungerar inte den svenska obligationsmarknaden?”, och hans svar var att den viktigaste faktorn då var ett dåligt fungerande skattesystem. Skattesystemet har sedan dess reformerats, men den dysfunktionella svenska företagsobligationsmarknaden består. Ett av dess problem är att det är svårt att göra prisjämförelser på krediter för både låntagare och investerare, vilket försämrar konkurrensen mellan olika sätt att låna kapital, vilket i sin tur leder till högre förväntade lånekostnader och en lägre lånevolym. Detta kommer ha direkta effekter på företagens lönsamhet och troligen också på sysselsättningen i ekonomin. Analysen av den svenska marknaden för företagsobligationer är dock svår att genomföra, då det finns väldigt lite dokumenterat. Ett skäl är att det är en marknad med relativt få aktörer.

Barr (2011, s 6–8) beskriver kortfattat hur marknaden är organiserad. I korthet kan man beskriva den som en marknad för större företag och större investerare, med ett fåtal mellanmän – där de större bankerna dominerar. Minsta belopp som kan handlas är vanligen ungefär en miljon kronor. Affärer görs normalt upp per telefon, även om det kan finnas indikativa priser på någon internetsida. Omsättningen på marknaden är mycket låg, och de flesta investerare köper obligationer när de ges ut och håller dem till förfall. Thorsell (2008) undersöker ca 4 000 amerikanska företagsobligationer och finner att i snitt 14 procent av dem omsattes under den studerade tidsperioden, från 2001 till 2005. Trenden var dock mot ökande omsättning. Det förefaller troligt att den svenska marknaden skulle ha samma eller lägre omsättning, om den kunde mätas.

Till skillnad mot den svenska företagsobligationsmarknaden är statsoptionsmarknaden väl fungerande och dessutom väl beskriven. Den bygger på ett system med marknadsgaranter (återförsäljare) och omsätter stora

volymer. Marknadsgaranterna säkerställer att det finns priser genom att ständigt erbjuda sig att köpa och sälja obligationer. De handlar med investerare för egen räkning, och de flesta har mycket stora balansräkningar, varför de kan köpa och sälja stora volymer med kort varsel. Billinger och Blåvarg (2007) ger en utförlig beskrivning av handeln med statsobligationer. För svenska statsobligationer ställs priser offentligt före handel. Det sker ingen rapportering av transaktioner, men efter handelns stängning rapporteras högsta och lägsta pris under dagen, liksom genomsnittspris och total omsättning.

Jag analyserar i denna artikel vilka kostnader avsaknaden av transparens på den svenska marknaden för företagsobligationer kan medföra. Kostnaderna är både direkta, genom för höga ersättningar till mellanmän, och indirekta, genom låg likviditet som orsakas av asymmetrisk information. Detta har betydelse både för de företag som emitterar obligationer och andra företag, som inte kan jämföra priser på lånat kapital. Situationen med asymmetrisk information kan lösas med reglering av transparensen, dvs vad som ska offentliggöras i samband med transaktioner. Det förefaller inte finnas några risker med att reglera fram tvingande transparens på den svenska marknaden för företagsobligationer, eftersom likviditeten redan i dag är låg. Av de amerikanska erfarenheterna från den amerikanska självregleringen kan däremot slutsatsen dras att det finns avsevärda vinster av att reglera transparensen.

1. Vilka kostnader medför en dåligt fungerande marknad?

Kostnaderna kan delas upp i två olika slag: direkta och indirekta. Ett exempel på en direkt kostnad kan vara att mellanhänder får onödigt höga ersättningar vid transaktioner. De indirekta kostnaderna kan vara uteblivna affärer eller att en för liten volym obligationer ges ut.

Direkta kostnader

Bessembinder och Maxwell (2008) presenterar anekdotiska bevis för att mellanhänderna på den amerikanska marknaden för företagsobligationer har fått lägre ersättningar efter det att en obligatorisk rapportering av gjorda affärer infördes 2002. Biais m fl (2005) hävdar att marknadsstrukturen på räntemarknaden möjliggör för mellanmän att samla information, som de sedan använder för att agera strategiskt. Hur marknaden organiseras får effekter på hur priser bestäms och hur avslut blir till, liksom för hur asymmetrisk information mellan köpare och säljare ger utrymme för strategiska beteenden.¹ Sammantaget kan man med dessa studier som grund dra slutsatsen att en oproportionerligt stor del av det överskott som den amerikanska marknaden för företagsobligationer skapade har kommit mellanmännen tillgodo. På den amerikanska marknaden genomfördes dock en

¹ Mellanhänderna på räntemarknaden agerar både köpare och säljare.

förändring av transparensregimen 2002. I efterhand har man konstaterat att mellanhändernas intjäning har minskat radikalt. Jag kommer att beskriva denna förändring mer detaljerat nedan. Då den svenska marknaden nu fungerar ungefär som den amerikanska gjorde innan transparensen ökade 2002, är det rimligt att dra slutsatsen att samma problem med överersättning finns här. Det skulle i så fall drabba låntagare genom högre lånekostnader och investerare genom lägre tillgång på företagsobligationer.

Indirekta kostnader

Det finns även indirekta kostnader med en dåligt fungerande marknad, vilket till stor del av har med information och kunskap att göra. Asymmetrisk information på räntemarknaden kan vara av två slag: dels olika kunskap om handeln, dels olika kunskap om objektet för handeln. Ett exempel på den förra situationen är när den ena parten har tillgång till priser från tidigare affärer och på så vis bättre kan bedöma vad ett rimligt marknadspris ska vara än den andra parten. Ett exempel på det senare är när en part har bättre kunskap om den bransch som en obligationsutgivare verkar i.

Bankerna deltar som part i det mesta av handeln och har därmed kunskap om vem som handlar och till vilka priser. Andra, som sällan deltar i handeln, saknar den informationen, vilket försätter dem i ett informationsmässigt underläge. Det finns förstås även enstaka större investerare som genom handel har god kännedom om prisbildningen. Brandt och Kavajecz (2004) dokumenterar att kunskap om affärsflödet förklarar 26 procent av avkastningsvariationen på den amerikanska statspappersmarknaden, vilket gör det till den viktigaste faktorn. Bankerna, som ofta har andra affärer med företagen som ger ut obligationerna, har också ofta mer erfarenhet av att göra kreditbedömningar, och de har resurser för detta, varför de kan tänkas ha en fördel vid bedömningen av obligationernas kreditkvalitet. Den asymmetriska informationen kan vara en del av förklaringen till att den svenska marknaden för företagsobligationer inte fungerar särskilt väl.

En parallell till hur kostnaden för handel påverkar marknaden är pris-sättning på en oligopolmarknad. Oligopolisterna motsvaras här av mellanmännen, som genom sin ställning kan ta ut ett pris på sin tjänst som överstiger det pris de skulle kunna erhålla på en konkurrensutsatt marknad. Eftersom priset sätts högre än jämviktpriset, på grund av dessa informationsasymmetrier, kommer i det här fallet två saker att inträffa: dels kommer den omsatta volymen att minska, dels kommer en för stor del av det överskott som marknaden skapar att tillfalla mellanmännen. Det kan här noteras att omsättningen av finansiella instrument typiskt sett är mycket kostnads känslig: Även mycket små förändringar kan få stor påverkan på omsättningen. Lindgren och Westlund (1990) visar att trots den kraftiga reglering som fanns på finansmarknaden då, var elasticiteten för dåtidens transaktionsskatt ("valpskatten") 0,85–1,35. Enligt Lindgren och Westlund (1990) medför en elasticitet om 0,85–1,35 att handelsvolymen skulle öka med 43 till 70 procent om skattesatsen sänktes med en procentenhet.

Figur 1
Schematisk beskrivning av hur den asymmetriska informationen påverkar företagens kostnad för lånat kapital



Källa: Egen illustration.

De ekonomiska kostnaderna för den uteblivna handelsvolymen och det uteblivna överskottet måste i slutändan betalas av låntagare och investerare. I figur 1 finns en schematisk beskrivning av hur situationen med asymmetrisk information får betydelse för företagets kapitalkostnad.

Pagano och Röell (1996) visar teoretiskt att mer transparens ökar likviditeten. Skälet de anger för detta är att oinformerade marknadsdeltagare inte kan utnyttjas av deltagare med bättre information. Detta medför i sin tur att även andra oinformerade aktörer kan och har råd att närvara på marknaden. Fler investerare kommer våga delta i handeln och på så vis kommer ökad transparens genom bättre likviditet att öka den totala avkastningen för investerarna och sänka den totala lånekostnaden för företag. Den totala möjliga marknaden växer. Ericsson och Reneby (2003) visar att prissättningen av företagsobligationer påverkas av hur likvida de är samt att skillnaden mellan köp- och säljkurs för noterade företagsobligationer är mindre ju mer likvida obligationerna är. Chen m fl (2007) visar, på samma tema, att ju lägre likviditeten i en obligation är, desto högre är dess avkastning till slutdagen, allt annat lika. De Jong och Driessen (2012) finner att likviditet är en faktor som spelar roll när man förklarar portföljvinstkastning, vilket innebär att man får något högre avkastning av att köpa obligationer med lägre likviditet. Sambandet mellan likviditet och investerares avkastning går även att finna på aktiemarknaden – se t ex Pástor och Stambaugh (2003), Amihud (2002) eller Sadka (2006).

Kan de indirekta kostnaderna minska genom reglering?

Ett tungt vägande skäl för att reglera en marknad är förekomsten av ett s k marknadsmislyckande. Beroende på hur allvarligt marknadsmislyckandet är kan det lämnas utan avseende, lämnas till självreglering eller regleras mer eller mindre tydligt.²

Den asymmetriska informationen i marknaden för företagsobligationer och avsaknaden av transparens gör det troligt att det finns ett marknadsmislyckande. Det finns med andra ord skäl att överväga reglering av företagsobligationsmarknaden. Det är dock oklart hur stort detta marknadsmislyckande är. Vi vet dock från amerikanska studier, t ex Bessembinder m fl (2006), att handelskostnaderna sjönk betydligt när tvingande regler för transaktionsrapportering började införas år 2002. Det finns alltså anledning att tro att marknadsmislyckandet på en oreglerad marknad för före-

² Det är inte bara om effekterna av marknadsmislyckandet är små som en reglering inte bör införas. Det kan också föreligga *government failure*, dvs att regleraren inte har incitament eller kunskap att reglera på ett bra sätt. Detta torde dock inte vara fallet här, då staten både handlar obligationer i stor skala och reglerar finansmarknader och handel på många andra sätt.

tagsobligationer är tillräckligt stort för att motivera en reglering och att en reglering kan minska de problem detta medför. Eftersom det är troligt att det är informationsasymmetrier som stör även den svenska marknaden för företagsobligationer är det naturliga receptet att även här införa regler om transparens.

2. Avvägningar i valet av transparensregim

Transparensregler för handel kan utformas på olika sätt. Några möjligheter är: att det inte lämnas information om vilka obligationer som finns eller vilka priser de kan handlas för, att det bara förmedlas indikativa priser (icke bindande anbud), att det förmedlas priser (bindande anbud) och att man har en offentlig orderbok, där fler anbud från säljare och köpare offentliggörs tillsammans med önskad handelsvolym. De olika valen för hur reglerna utformas kan få olika påverkan på marknads funktionssätt.

Att införa eller ändra transparensregler på en marknad kan ses som ett vågspel, eftersom man vet hur marknaden fungerar, men man kan aldrig säkert veta hur marknaden kommer att fungera efter en förändring av reglerna. Eftersom sekundärmarknaden för företagsobligationer i princip förefaller fungera mycket dåligt – se t ex Barr (2011, s 8) – torde en eventuell kostnad i termer av sämre likviditet eller sämre allokering av lånekapital på den marknaden vara minimal, samtidigt som det finns stöd från amerikanska studier för att överlönsamhet hos mellanmännen minskar med bättre transparens. Detta talar för att regler för ökad transparens skulle medföra samhällsekonomiska vinster om de infördes på marknaden för företagsobligationer.

Det kan tilläggas att det inte är säkert att dagens mellanhänder kommer att drabbas av minskad intjäning om tvingande transparensregler införs. Det kan bli så att de minskade marginalerna uppvägs av en högre affärsvolym. Detta kan vara en parallell till när börserna sänkte handelsavgifterna i slutet av 1990-talet. Då steg handelsvolymerna så att de mer än väl kompenenserade för de sänkta marginalerna.

Det är troligt att statslåneemarknaden gynnas av att man har marknadsgaranter och möjligheten för investerare att omsätta stora positioner snabbt. På marknaden för företagsobligationer finns samma möjlighet att omsätta stora positioner, men typiskt sett till mycket höga kostnader. Det gör att sekundärmarknaden för företagsobligationer i princip bara existerar sporadiskt. Eftersom det inte finns samma vinst i termer av möjlighet till snabb omsättning av positioner på marknaden för företagsobligationer är det rimligt att avvägningen mellan transparens och likviditet blir en annan. Det mesta talar för att man i vilket fall inte stör en välfungerande effektiv marknad genom införandet av striktare transparensregler för handel med företagsobligationer. En transparensreglering skulle öppna denna marknad för fler typer av investerare, precis i linje med vad Pagano och Röell (1996) hävdar.

Det är inte helt enkelt att reglera en marknad som huvudsakligen består av professionella aktörer. Om de etablerade aktörerna inte gillar utvecklingen kan de flytta handeln geografiskt eller byta instrumenttyper. Det gäller därför att vid utformningen av reglerna även ta hänsyn till de aktörer som redan finns på marknaden och deras behov. Det förefaller dock inte troligt att en ökad transparens för företagsobligationer skulle flytta handel geografiskt eller till andra instrument då marknaden redan nu inte förefaller fungera speciellt bra. Det kan dock vara en poäng att tillåta sen rapportering av större affärer i linje med hur det fungerar på aktiemarknaden. Det skulle möjliggöra omsättning av större poster utan att den som genomför affären skadas.

3. Ger ökad transparens ökad likviditet?

Det finns konsensus om att information som lämnas före handel gynnar handeln på andrahandsmarknaden i ett värdepapper. Det är helt enkelt troligare att det kan komma affärer till stånd om det finns offentliga anbud. Detta anses också vara en förklaring till varför det finns information före handel med företagsobligationer som handlas i euro. På den svenska marknaden finns information före handel på de obligationer som är noterade på börsen, men det rapporteras inga avslut. Det kan även hända att investerare får tillgång till interna orderböcker från någon av mellanhänderna. Så kallade indikativa priser offentliggörs av några mindre mellanhänder.

I kontrast till den allmänna uppfattningen att ökad transparens medför ökad likviditet drar Madhavan m fl (2005) slutsatsen att mer transparens före handel faktiskt minskar likviditeten. De studerar när aktiebörsen i Toronto bytte från golvhandel till ett elektroniskt system för handel. I deras studie ökar också handelskostnaderna och volatiliteten (rörligheten i avkastningen på aktierna) när man offentliggör orderboken, dvs ökar transparensen före handel. Dessutom sjönk priserna på de noterade aktierna när transparensen steg. De förklarar dessa något, ur teoretisk synvinkel, oväntade resultat med att de likviditetsgaranter, som under den mindre transparenta regimen erbjudit sig att handla, inte längre gör det.³ Även Simaan m fl (2003) visar att maximal transparens inte alltid ger bäst likviditet. De mäter likviditeten genom skillnaden mellan köp- och säljkurser och visar att om handlarna är anonyma, dvs om det inte framgår vem som har lagt vilket anbud, blir skillnaden mellan köp- och säljkurs mindre. Skälet som de anför är att handlarna samarbetar för att hålla uppe skillnaden mellan köp- och säljkurs. En handlare som avstår från samarbetet kan bli ”utesluten” ur samarbetet och inte få göra affärer. Om man inte måste berätta vem som har lagt ett anbud blir det möjligt för en handlare att avstå från att samarbeta utan att behöva frukta att bli utesluten. Ur ett svenskt räntemarknadsperspektiv tyder resultaten på att marknadsgaranterna på statslänemarknaden

³ Det skäl som ges för detta är att marknadsgaranterna anser att deras erbjudanden om handel i den nya, mer transparenta marknaden blir mer likvärdigt med att utfärda en option, utan att de får någon premie för den.

skulle minska sina positioner vid ökad transparens och att den marknaden skulle få sämre likviditet. Eftersom företagsobligationsmarknaden saknar marknadsgaranter som ställer offentliga priser, finns det mindre skäl att tro att den marknaden skulle få en sämre likviditet vid mer transparens.

När det gäller vilken information som lämnas efter att en affär har gjorts, finns inte längre någon konsensus om vilken informationsgivning som är bäst. Olika marknader och olika marknadsaktörer har olika åsikter om vad som är den mest lämpliga regimen. Man kan se det som att när en affär görs upp har de aktörer som har ingått affären och en eventuell mellanhand information om pris, som andra marknadsaktörer saknar. Den privata informationen kan användas för att skapa andra eller fler liknande affärer. Om information om affären offentliggörs, försvinner detta kunskapsövertag, och dessutom kan kostnaden för mellanmannen utvärderas, mer eller mindre exakt. Det finns olika sätt att offentliggöra information. Det kan vara aggregerad information, som på den svenska marknaden för statsobligationer, eller data om varje transaktion, som på aktiemarknaden, och andra sätt. För svenska företagsobligationer kan det ibland förekomma att emittenten ger ut ett pressmeddelande där denne berättar att en obligation har emitterats.

I USA kräver man inte att volymen rapporteras om den överstiger en viss gräns. Andra sätt att reglera kan innefatta undantag från rapportering av större affärer, eller så kan företagsobligationer rapporteras på samma vis som Riksgälden gör med statsobligationer, där enbart aggregerad information lämnas i slutet av dagen. Det finns dock ett problem med att tillåta ”sen rapportering” av affärer. Det öppnar en möjlighet för mellanmännen att välja strategiskt hur de rapporterar informationsflödet.

Porter och Weaver (1998) studerar affärer som rapporteras i fel ordning på *Nasdaq National Market System*. Dessa affärer är ibland större affärer och ibland inte, men hanteringen av informationen liknar den för mycket stora affärer på aktiemarknaden, s k blockaffärer. En blockaffär behöver inte rapporteras direkt till börsen, utan man kan vänta med rapporteringen till slutet av dagen. De finner att anledningen till att en handlare rapporterar sent typiskt sett inte baseras på de undantag som Nasdaq medger och dessutom att den sena rapporteringen vanligen är ett aktivt val som handlarna har gjort. Gemmill (1996) kommer till ett annat resultat i en undersökning av Londonbörsen. Den hade olika regimer för hur snabbt man behövde publicera affärer under slutet av 1980-talet och början av 1990-talet. Gemmill kan inte visa att de olika regimerna för publicering av information påverkade hur snabbt prisreaktioner skedde. Skillnaden i köp- och säljkurser var mer kopplad till marknadsavkastningens rörlighet än hur snabbt information kom till marknaden. Gemmill tolkar resultaten som att möjligheten att fördröja publicering av information inte påverkar likviditeten i marknaden, men att den förhindrar att det uppstår en annan marknad för större affärer. I någon utsträckning skyddar den försenade publikationen av information mellanmännens särställning i större affärer. Slutsatsen av dessa studier är

att det finns en avvägning mellan marknadens funktionssätt och hur mycket transparens som krävs. Det är dock viktigt att det finns ett tydligt regelverk som följs upp för att sen rapportering inte ska missbrukas.

Det går inte att säga entydigt utifrån litteraturen att mer transparens ger ökad likviditet. Det beror på de specifika omständigheterna på marknaden – det som fungerar för statslåneemarknaden behöver inte fungera för företagsobligationsmarknaden. Det är dock inte möjligt att välja en mindre transparent regim än den nuvarande för den svenska företagsobligationsmarknaden, varför det är troligt att mer transparens ger högre likviditet. Vad som är en optimal transparens är dock en annan fråga som inte kan besvaras här. En rimlig utgångspunkt för valet av graden av transparens är att studera hur andra marknader har reglerats.

4. De amerikanska erfarenheterna av ökad transparens för företagsobligationer

Den 1 juli 2002 införde den amerikanska föreningen för värdepappershandlare (*National Association of Securities Dealers*, eller NASD) ett system (*Trade Reporting and Compliance Engine*, eller TRACE) för rapportering av transaktioner i femhundra företagsobligationslån. Numera omfattas nästan alla amerikanska företagsobligationer som är utgivna i dollar. Bessembinder och Maxwell (2008) beskriver kortfattat hur TRACE har utformats. Bland annat behöver man inte rapportera volymen på större affärer. För affärer med företagsobligationer med goda utsikter (*investment grade*) rapporteras inte volymer över fem miljoner dollar. För obligationer med sämre utsikter (*non-investment grade*) gäller samma princip, men med gränsen en miljon dollar. Det innebär att man trots TRACE har ett visst skydd för handel i större affärer.

Införandet av TRACE var ett självregleringsinitiativ, men det kom till efter påtryckningar från den amerikanska Kongressen, enligt Edwards m fl (2007). Det huvudsakliga skäl som NASD angav för att införa TRACE var att man ville öka pristransparensen på den amerikanska marknaden.⁴ Shulman (2004) presenterar i sitt anförande till senatens *Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs* ytterligare skäl för införandet av TRACE. Enligt Shulman var det viktigt för NASD, som självreglerare, att öka rättvisa och ärlighet på marknaden för företagsobligationer ("... *increase market fairness and integrity*"). Det kan förstås tolkas som att man upplevde det som att det fanns ett problem med hur marknaderna fungerade innan man införde TRACE. Shulman tar dessutom sikte på att man ville hjälpa den enskilde investeraren att fatta bättre investeringsbeslut genom att tillhandahålla färsk prisinformation. Ett exempel på hur prisinformationen skulle kunna se ut på svenska i TRACE återfinns i figur 2. Datamaterialet är hämtat från TRACE, men i jämförelse med hur genomförda affärer rapporteras där har några kolumner utelämnats, då de för denna obligation inte innehöll någon

⁴ NASD har sedan dess omformerats till Financial Industry Regulatory Authority (FINRA).

Emission: ERIC3851464
 Beskrivning: ERICSSON TELEFONAKTIEBOLAGET LMERICSSON
 Kupong: 4,125
 Slutdag: 2022-05-15

Figur 2
 Exempel på data
 från TRACE

Affärer								
Affärsdatum	Tid	Avvecklingsdag	Transaktions-typ	Antal	Pris	Avkastning	Cour-tage	Rapportör
2014-02-20	10:41:25	2014-02-25	Affär	10 000	101,577	3,898	Nej	Mäklare
2014-02-20	10:41:17	2014-02-25	Affär	10 000	101,577	3,898	Nej	Säljare
2014-02-19	13:55:13	2014-02-24	Affär	5 000	101,226	3,948	Nej	Köpare
2014-02-19	11:51:03	2014-02-24	Affär	25 000	101,369	3,928	Nej	Mäklare
2014-02-19	11:51:01	2014-02-24	Affär	25 000	100,862	4,000	Nej	Köpare
2014-02-19	08:44:27	2014-02-24	Affär	120 000	102,201	3,810	Nej	Säljare
2014-02-19	08:44:27	2014-02-24	Affär	120 000	102,201	3,810	Nej	Mäklare

Källa: FINRA (2014).

information. Vidare har begreppen översatts och förkortningar skrivits ut.

Införandet av TRACE gav även NASD ny information om hur marknaden för företagsobligationer faktiskt fungerar. Marknaden var väsentligt mer aktiv i termer av handel än vad som förväntades på förhand. Av de 23 000 publika obligationer som omfattades av rapporteringskravet 2004 omsattes enligt Shulman (2004) 20 procent minst en gång per dag. Vidare så omslöt ungefär 65 procent av de affärer som rapporterades mindre än 100 000 dollar, vilket innebär att det fanns en väsentligt mer aktiv marknad för små investerare än vad man hade kunnat tro.

Bessembinder m fl (2006) studerar vad som händer med transaktionskostnaderna för en typ av stora investerare (försäkringsbolag) när TRACE infördes. De finner att de direkta transaktionskostnaderna sjönk med ca 50 procent för de obligationer som rapporteras i TRACE, men att även transaktionskostnaden för andra obligationer sjönk med ca 20 procent. Det antyder att det finns en informationsexternalitet, dvs att investerare kan använda informationen i TRACE för att bilda sig en uppfattning om andra obligationers priser. Massa och Simonov (2001) visar just att handel ger information om den som handlar och dessutom visar de att den informationen används av andra. De finner också att de största mellanhänderna får en mindre kostnadsfördel och att deras marknadsandel i handeln sjunker. Även detta stämmer väl med att den asymmetriska information dessa har besuttit tidigare också har utnyttjats. Bessembinder m fl (2006) menar att deras resultat är förenliga med att mellanhänderna i marknaden för företagsobligationer har erhållit ersättningar som inte baseras på den insats de har gjort och att detta beror på bristande transparens. Edwards m fl (2007) studerar även andra typer av investerare och konstaterar att kostnaden för handel inte bara påverkar de stora investerarna. Då de finner att kostnaden för att

handla företagsobligationer är en lägre andel av en större affär, innebär det att de resultat som Bessembinder m fl (2006) har kommit fram till för stora investerare i än högre grad gäller för små och medelstora investerare. Edwards m fl (2007) uppskattar att kostnaden varierar från 1,5 procent för små affärer till 0,03 procent för större. De visar även att transaktionskostnaden ökar för mer riskfyllda obligationer⁵ och finner, precis som Bessembinder m fl (2006), att transaktionskostnaderna sjunker när TRACE införs. Uppskattningar tyder på att investerarna har sparat minst två miljarder dollar per år i lägre transaktionskostnader genom TRACE.⁶

Biais m fl (2006) studerar skillnader i priser mellan marknader denominerade i amerikanska dollar, brittiska pund och euro. De noterar att euromarknaden har mindre skillnader i priser än den brittiska marknaden, trots att de har samma transparensregim. De drar slutsatsen att detta beror på öppenhet, vilket tillåter fler aktörer att verka på marknaden och därmed (mer) konkurrens. De anser därför att lagstiftare och regelskapare bör fokusera på att skapa öppenhet och konkurrens. De beskriver dock inte hur det ska genomföras utan tvingande regler för transparens. De uppger att de i intervjuer har fått information om att det finns fem–sex aktiva handlare i pundobligationer. För svenska kronobligationer är troligen antalet mindre. Dessutom kommer Biais m fl (2006) fram till att trots den förbättring som skedde i och med införande av TRACE, har euromarknaden mindre prisskillnader mellan köp- och säljkurser än de som normalt finns på den amerikanska marknaden.

Goldstein och Hotchkiss (2007) studerar hur stora skillnaderna är i de priser kunder får av handlare under samma dag för nyligen utgivna företagsobligationer. De finner att små investerare har större spridning i de priser de handlar till än större investerare, men också att spridningen för de små investerarna minskar när TRACE införs. Detta är också en indikator på att mellanmännen hade kunnat få ut ersättningar som inte baserades på den insats de hade gjort. TRACE har minskat denna spridning genom att det har blivit möjligt även för små investerare att utvärdera den affär de erbjuds mot andra gjorda affärer.

5. Avslutande kommentarer

Ingves (1980) kom fram till att det var det illa fungerande skattesystemet som var skälet till att obligationsmarknaden i Sverige då inte fungerade. Eftersom obligationsmarknaden fortfarande inte kan anses fungera speciellt väl, trots ett reformerat skattesystem och stora teknologiska framsteg sedan 1980, måste det finns ytterligare förklaringar.

⁵ Huvuddelen av de obligationer som en svensk mindre investerare kan komma åt är just små poster i högriskobligationer.

⁶ Bessembinder m fl (2006) uppger att införandet av TRACE sparade ungefär en miljard dollar för deras urval av investerare (försäkringsbolag) och Edwards m fl (2007) menar att de obligationer som ligger utanför skulle kunnat medföra ytterligare minst 1 miljard i besparing. Huvuddelen av affärerna för dessa obligationer rapporteras numera i TRACE.

Mot bakgrund av de amerikanska erfarenheterna med självreglering, dock under visst politiskt tryck, finns det anledning att överväga en liknande lösning för den svenska marknaden. Det förefaller som om den amerikanska lösningen inte bara har minskat de direkta kostnaderna för att delta på företagsobligationsmarknaden, utan att även den har minskat de informationsasymmetrier som har att göra med handelsdata. Den bästa indikatorn på att marknaden fungerar bättre är att tidigare dominanta mellanmän numera har mindre intjäning och mindre marknadsandelar. Det förefaller troligt att förhållandet är likartat på den svenska marknaden och att en självreglering och ett svenskt TRACE skulle underlätta en friare och mer, ur informationshänseende, rättvis marknad. På den amerikanska marknaden visade man att den tvingande transparensreglering som infördes år 2002 medförde ökad likviditet och därmed en bättre fungerande marknad. En bättre fungerande marknad ger fler investerare och bättre möjlighet för fler företag att komma åt lånat kapital till ett pris som bättre återspeglar deras risker. Den bättre fungerande marknaden ger också mer korrekta priser, om inte annat genom att man kan minska den överintjäning som rimligen finns hos mellanmännen.

Det bör påpekas att det inte finns något uppenbart marknadsmisslyckande för statsobligationer. Den marknaden är välorganiserad och välfungerande. I vilket fall är ett eventuellt marknadsmisslyckande väsentligt mindre än för marknaden för företagsobligationer, eftersom det finns mindre möjligheter att skaffa asymmetrisk information. Skillnaden i funktionalitet hos statsobligations- och företagsobligationsmarknaderna gör att det kan finnas en poäng i att undanta marknaden för statsobligationer från reglering.

Om man väljer att införa en reglering bör man studera TRACE, som uppenbarligen har fått goda effekter på likviditeten och som har minskat skillnaderna i priser för olika investerare. Det var rimligen också klokt att inte tvinga fram fullständig rapportering av alla affärer, utan att göra undantag för handlad volym vid större affärer. Det valet skulle skydda mindre oinformerade investerare, samtidigt som det fortsatt skulle vara möjligt att genomföra mycket stora affärer.

Amihud, Y (2002), "Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects", *Journal of Financial Markets*, vol 5, s 31-56.

Barr, D (2011), "Den svenska företagsobligationsmarknaden – en förstudie", rapport, Svenskt Näringsliv, Stockholm.

Bessembinder, H och W Maxwell (2008), "Transparency and the Corporate Bond Market", *Journal of Economic Perspectives*, vol 22, s 217-234.

Bessembinder, H, W Maxwell och K Venkataraman (2006), "Market Transparency, Liquidity Externalities, and Institutional

Trading Costs in Corporate Bonds", *Journal of Financial Economics*, vol 82, s 251-288.

Biais, B, F Declerck, J Dow, R Portes och E von Thadden (2006), "European Corporate Bond Markets: Transparency, Liquidity, Efficiency", rapport, Centre for Economic Policy Research, London.

Biais, B, L Glosten och C Spatt (2005), "Market Microstructure: A Survey of Microfoundations, Empirical Results, and Policy Implications", *Journal of Financial Markets*, vol 8, s 217-264.

Billinger, P och M Blåvarg (2007), "Handel

REFERENSER

- med statsobligationer – en diskussionspromemoria”, promemoria, Finansinspektionen, Stockholm.
- Brandt, M och K Kavajecz (2004), ”Price Discovery in the US Treasury Market: The Impact of Orderflow and Liquidity on the Yield Curve”, *Journal of Finance*, vol 59, s 2623–2654.
- Chen, L, D A Lesmond och J Wei (2007), ”Corporate Yield Spreads and Bond Liquidity”, *Journal of Finance*, vol 62, s 119–149.
- Edwards, A K, L E Harris och M S Piwowar (2007), ”Corporate Bond Market Transaction Costs and Transparency”, *Journal of Finance*, vol 62, s 1421–1451.
- Ericsson, J och J Reneby (2003), ”The Valuation of Corporate Liabilities: Theory and Tests”, SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance 445, Handelshögskolan i Stockholm.
- FINRA (2014). Datauppgifter, www.finra.org.
- Gemmill, G (1996), ”Transparency and Liquidity: A Study of Block Trades on the London Stock Exchange under Different Publication Rules”, *Journal of Finance*, vol 51, s 1765–1790.
- Goldstein, M A och E S Hotchkiss (2007), ”Dealer Behavior and the Trading of Newly Issued Corporate Bonds”, uppsats presenterad vid konferens med American Finance Association 2009, San Francisco.
- Ingves, S (1980), ”Varför fungerar inte den svenska obligationsmarknaden?”, *Ekonomisk Debatt*, årg 8, nr 8, s 613–624.
- Jong, F de och J Driessen (2012), ”Liquidity Risk Premia in Corporate Bond Markets”, *Quarterly Journal of Finance*, vol 2, s 1–34.
- Lindgren, R och A Westlund (1990), ”How Did the Transaction Costs on the Stockholm Stock Exchange Influence Trading Volume and Price Volatility?”, *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, vol 2, s 30–35.
- Madhavan, A, D Porter och D Weaver (2005), ”Should Securities Markets be Transparent?”, *Journal of Financial Markets*, vol 8, s 266–288.
- Massa, M och A Simonov (2001), ”Reputation and Interdealer Trading: A Microstructure Analysis of the Treasury Bond Market”, *Journal of Financial Markets*, vol 6, s 99–141.
- Pagano, M och A Röell (1996), ”Transparency and Liquidity: A Comparison of Auction and Dealer Markets with Informed Trading”, *Journal of Finance*, vol 51, s 579–611.
- Pástor, L och R S Stambaugh (2003), ”Liquidity Risk and Expected Stock Return”, *Journal of Political Economy*, vol 111, s 642–685.
- Porter, D C och D G Weaver (1998), ”Post-Trade Transparency on Nasdaq’s National Market System”, *Journal of Financial Economics*, vol 50, s 231–252.
- Sadka, R (2006), ”Momentum and Post-Earnings-Announcement Drift Anomalies: The Role of Liquidity Risk”, *Journal of Financial Economics*, vol 80, s 309–349.
- Shulman, D (2004), ”An Overview of the Regulation of the Bond Markets, Testimony of Doug Shulman President Markets, Services and Information Before the United States Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs”, föredrag, www.finra.org/Newsroom/Speeches/Shulman/P011085.
- Simaan, Y, D G Weaver och D K Whitcomb (2003), ”Market Maker Quotation Behavior and Pretrade Transparency”, *Journal of Finance*, vol 58, s 1247–1267.
- Thorsell, H (2008), *The Pricing of Corporate Bonds and Determinants of Financial Structure*, doktorsavhandling vid Ekonomiska Forskningsinstitutet, Handelshögskolan i Stockholm.