

Kapitalstrukturen i små och medelstora företag

Peter Öhman och Darush Yazdanfar

Hur kapitalstrukturen ser ut i små och medelstora företag och vad som påverkar denna är frågor av både teoretiskt och praktiskt intresse. Peter Öhman och Darush Yazdanfar vid CER har fördjupat sig i dessa båda frågor och presenterar i denna kortrapport analyser av data från ett stort antal små och medelstora företag verksamma i flera branscher. Resultaten visar bl.a. att dessa företag, i genomsnitt, finansierar sina verksamheter med en stor andel egna medel, en viktig finansieringskälla redan i uppstartsfasen som ökar i betydelse ju äldre företagen blir. Även kortfristiga skulder används i relativt stor utsträckning i tidiga livsstadier, men de minskar allt eftersom. Långfristiga skulder ökar i takt med att företagen blir äldre, men andelen är låg oavsett ålder. Apropå frågan vad som påverkar små och medelstora företags kapitalstruktur har alla undersökta variabler – storlek, ålder, lönsamhet, tillväxt, likviditet, andelen säkerhetsbaserade tillgångar, andelen avskrivningsbaserade tillgångar och branschtillhörighet – en koppling till företagens skuldsättning och därmed till deras finansieringspolitik. Forskningsresultaten har tidigare publicerats i de internationella tidskriftsartiklarna "Capital structure dynamics among SMEs: Swedish empirical evidence" (Yazdanfar och Öhman, 2016) och "Short- and long-term debt determinants in Swedish SMEs" (Öhman och Yazdanfar, 2017).

Inledning

Små och medelstora företags betydelse för ekonomisk tillväxt är väl känd och kapitaltillförsel är en förutsättning för företags investeringar och överlevnad.¹ Det finns empiriska belägg för att företag med bättre tillgång till externt kapital växer snabbare än andra företag.² Samtidigt betraktas brist på pengar som det största hindret för små och medelstora företags tillväxt³, inte minst pga. svårigheterna att få extern finansiering.⁴ Även finansmarknadernas ofullkomlighet i form av bl.a. intressekonflikter har setts som hinder för små och medelstora företags etablering och utveckling.⁵

Ett flertal teorier har utvecklats för att förklara företags finansieringsbeteende. Den statiska trade-off teorin, utvecklad av Modigliani och Miller på 1950-talet, var en av de första kapitalstrukturteorierna.⁶ Den teorin baseras på antagandet att det finns en optimal skuldsättningsgrad som företag strävar efter att nå. Enligt den s.k. Pecking-order teorin är även ett företags egenskaper, inte minst ålder, kopplade till deras val av finansieringsformer och de resulterande kapitalstrukturerna.⁷ Små och medelstora företag tenderar att prioritera intern finansiering, såsom kvarhållna vinster. Om ytterligare kapital behövs, exempelvis för en investering, väljer de externt kapital och föredrar då kortfristiga lån framför långfristiga. Argumenten för att använda egna

¹ Carpenter och Petersen (2002); Hutchinson och Xavier (2006); Oliveira och Fortunato (2006).

² Rajan och Zingales (1995).

³ Becchetti och Trovato (2002); Chittenden et al. (1996); Cooley och Quadrini (2001); Reid (2003).

⁴ Coad et al. (2013).

⁵ Stiglitz och Weiss (1981).

⁶ Myers och Majluf (1984).

⁷ Myers och Majluf (1984).

medel istället för externa är kostnadsskillnader mellan olika kapitalkällor samt ägarnas vilja att behålla kontrollen över företaget. Företag föredrar enligt denna teori externt kapital om de tror att kostnaden är lägre än för att använda egna medel eller om de inte har något annat alternativ.

En viktig utgångspunkt för Pecking-order teorin är den informationsasymmetri som råder mellan låntagare (t.ex. ett företag) och långgivare (t.ex. en bank). Låntagaren vet alltid mer om sig själv än vad långgivaren gör och att minska detta gap orsakar långgivaren kostnader. Informationsasymmetrin är särskilt problematisk för långgivare när det handlar om unga företag eftersom dessa saknar eller har en begränsad lånehistorik. Allt eftersom företag blir äldre får de normalt ett bättre rykte och en bättre relation till långgivaren. Det leder till minskade transaktions- och övervakningskostnader, något som sammantaget underlättar extern finansiering. Från denna utgångspunkt antas det att skuldsättningsgraden kommer att öka med ett företags ålder. Företags behov av, och tillgång till, olika finansieringskällor antas således variera mellan olika livsstadier och ett företags ålder antas påverka tillgången till externa finansieringskällor. De empiriska beläggen för denna teori är emellertid än så länge något begränsade.

Syfte och tillvägagångssätt

Syftet med de studier som ligger till grund för denna rapport är att beskriva och analysera små och medelstora företags kapitalstrukturer samt vilka variabler som förklarar dessa kapitalstrukturer och då i synnerhet användningen av kort- och långfristiga skulder. Studierna bygger på uppgifter från närmare 16 000 små och medelstora företag, dvs. företag med färre än 200 anställda, avseende deras verksamhet under perioden 2009-2012. Uppgifterna är hämtade från en kommersiell svensk databas (Affärsdata) som innehåller årsredovisningsuppgifter för alla svenska aktiebolag.

För att minska risken för ett snedvridet urval exkluderades bolag utan anställda, med en årsomsättning understigande 120 000 kr eller med totala tillgångar understigande 100 000 kr. Exkluderades gjorde även bolag som visade extremvärden eller saknade någon central redovisningsuppgift samt bolag som inlett ett konkursförfarande. För att öka resultatens trovärdighet analyserades all insamlad data med flera statistiska metoder.

Studiernas beroende variabler är kortfristiga skulder, långfristiga skulder och eget kapital. Åtta oberoende (förklarande) variabler valdes ut för att undersöka om, och i så fall hur, dessa variabler påverkar kapitalstrukturen, dvs. andelen kortfristiga och långfristiga skulder samt eget kapital. Dessa variabler är storlek, ålder, lönsamhet, tillväxt, likviditet, säkerhetsbaserade tillgångar (dvs. andelen tillgångar som kan användas som säkerhet vid lånefinansiering), avskrivningsbaserade tillgångar (dvs.

avskrivningar i förhållande till totala tillgångar) samt branschtillhörighet. I likhet med tidigare studier⁸ klassificerades de små och medelstora företagen i sex livscykelkategorier (ålderskategorier) enligt följande: 5 år eller yngre, 6-10 år, 11-15 år, 16-20 år, 21-25 år samt slutligen äldre än 25 år.

På basis av tidigare studier formulerades och testades hypoteser avseende små och medelstora företags kapitalstruktur och variabler som antas kunna påverka denna struktur.

Resultat

De teoretiskt härledda hypoteserna avseende hur kapitalstrukturen ser ut i små och medelstora företag grundar sig på att företags ålder, storlek och branschtillhörighet påverkar kapitalstrukturen och då i synnerhet andelen kort- och långfristiga lån. Tabell 1 visar dessa samband uttryckta i tre hypoteser samt utfallet av hypotestesterna.

Tabell 1: Test av hypoteser avseende hur kapitalstrukturen ser ut

Hypotes	Resultat
H1: Det finns ett negativt samband mellan ett företags ålder och dess användning av kort- och långfristiga lån. Äldre företag är mindre beroende av kort- och långfristiga lån än yngre företag.	Hypotesen får stöd
H2: Det finns ett samband mellan ett företags storlek och dess användning av kort- och långfristiga lån.	Hypotesen får stöd
H3: Det finns ett samband mellan ett företags branschtillhörighet och dess användning av kort- och långfristiga lån.	Hypotesen får stöd

Som framgår av tabell 1 får samtliga tre hypoteser stöd. Resultaten visar att de oberoende variablerna kan förklara förändringen i kortfristiga skulder, långfristiga skulder eller eget kapital. I genomsnitt minskar små och medelstora företags kortfristiga skulder med åldern. Samtidigt ökar långfristiga skulder med åldern och samma mönster går att finna för eget kapital.

Vidare visar resultaten att det finns ett positivt samband mellan företags storlek och användningen av kortfristiga skulder. Ju större företag desto större andel kortfristiga skulder. Resultaten visar däremot inget samband mellan företagsstorlek och användningen av långfristiga skulder, men större företag inom kategorin små och medelstora företag tenderar att använda jämförelsevis mindre eget kapital. Slutligen bekräftar resultaten det förväntade sambandet mellan företags branschtillhörighet och kortfristiga skulder, långfristiga skulder respektive eget kapital. Kapitalstrukturen ser alltså olika ut beroende på vilken bransch ett företag verkar i.

⁸ Mac an Bhaird och Lucey (2011).

Hypoteserna avseende vilka variabler som påverkar kapitalstrukturen grundar sig på teoretiska samband mellan dessa variabler och små och medelstora företags kort- och långfristiga skulder. I de flesta fall förväntas sambanden se likadana ut oavsett om det handlar om kort- eller långfristig skuldsättning, men det finns några undantag från detta. Storlek, ålder och variabeln säkerhetsbaserade tillgångar antas uppvisa olika samband beroende på om kort- eller långfristiga skulder fokuseras. Tabell 2 visar de samband som legat till grund för hypoteserna samt utfallet av varje hypotestest.

Tabell 2: Test av hypoteser avseende vilka variabler som påverkar kapitalstrukturen

Hypotes	Resultat
H1a: Det finns ett negativt samband mellan små och medelstora företags storlek och deras kortfristiga skulder. H1b: Det finns ett positivt samband mellan små och medelstora företags storlek och deras långfristiga skulder.	Hypotesen får inte stöd Hypotesen får inte stöd
H2a: Det finns ett negativt samband mellan små och medelstora företags ålder och deras kortfristiga skulder. H2b: Det finns ett positivt samband mellan små och medelstora företags ålder och deras långfristiga skulder.	Hypotesen får stöd Hypotesen får inte stöd
H3a: Det finns ett positivt samband mellan små och medelstora företags tillväxt och deras kortfristiga skulder. H3b: Det finns ett positivt samband mellan små och medelstora företags tillväxt och deras långfristiga skulder.	Hypotesen får stöd Hypotesen får stöd
H4a: Det finns ett negativt samband mellan små och medelstora företags lönsamhet och deras kortfristiga skulder. H4b: Det finns ett negativt samband mellan små och medelstora företags lönsamhet och deras långfristiga skulder.	Hypotesen får stöd Hypotesen får stöd
H5a: Det finns ett negativt samband mellan små och medelstora företags likviditet och deras kortfristiga skulder. H5b: Det finns ett negativt samband mellan små och medelstora företags likviditet och deras långfristiga skulder.	Hypotesen får stöd Hypotesen får stöd
H6a: Det finns ett negativt samband mellan små och medelstora företags säkerhetsbaserade tillgångar och deras kortfristiga skulder. H6b: Det finns ett positivt samband mellan små och medelstora företags säkerhetsbaserade tillgångar och deras långfristiga skulder.	Hypotesen får stöd Hypotesen får stöd
H7a: Det finns ett negativt samband mellan små och medelstora företags avskrivningsbaserade tillgångar och deras kortfristiga skulder. H7b: Det finns ett positivt samband mellan små och medelstora företags avskrivningsbaserade tillgångar och deras långfristiga skulder.	Hypotesen får inte stöd Hypotesen får stöd
H8a: Det finns ett samband mellan små och medelstora företags branschtillhörighet och deras kortfristiga skulder. H8b: Det finns ett samband mellan små och medelstora företags branschtillhörighet och deras långfristiga skulder.	Hypotesen får stöd Hypotesen får stöd

Resultaten visar ett positivt samband mellan storlek och kortfristiga skulder, men ett negativt samband mellan storlek och långfristiga skulder. Det innebär att desto större företagen i urvalet är, desto mer kortfristiga skulder och desto mindre långfristiga

skulder tenderar de att använda, vilket är tvärt emot de förväntade resultaten. Vidare finns ett negativt samband mellan små och medelstora företags ålder och användningen av kortfristiga skulder, vilket är som förväntat. Däremot visas inte det förväntade sambandet mellan företags ålder och användningen av långfristiga skulder.

Vad gäller sambandet mellan företagstillväxt och kapitalstruktur så visar resultaten som förväntat positiva samband, dvs. ju större tillväxt desto större användning av kort- och långfristiga skulder. Vad gäller sambandet mellan företags lönsamhet och kapitalstruktur så visar resultaten negativa samband, också det som förväntat. Ju högre lönsamhet, desto mindre extern finansiering. Samma mönster som för lönsamhet gäller även för företags likviditet, vilket likaså är i linje med förväntningarna.

Studien ger också stöd för de hypoteser som avser säkerhetsbaserade tillgångar. Ju större andel tillgångar som kan användas som säkerhet vid lånefinansiering, desto lägre andel kortfristiga skulder och desto högre andel långfristiga skulder. Det senare indikerar att företag som kan erbjuda säkerheter har lättare att få banklån än andra företag. För de hypoteser som avser avskrivningsbaserade tillgångar (dvs. avskrivningar i förhållande till totala tillgångar) så visar resultaten inga samband med kortfristiga skulder. Däremot uppvisar andelen avskrivningsbaserade tillgångar ett negativt samband med långfristiga skulder, vilket är i linje med förväntningarna. Avslutningsvis pekar resultatet på att det finns ett samband mellan branschtillhörighet och företagets användning av externt kapital.

Slutdiskussion

Givet att små och medelstora företag utgör mer än 99 procent av alla företag och därmed har stor betydelse för ett lands ekonomiska tillväxt är det betydelsefullt att fokusera på frågor som av olika skäl är viktiga för dessa företag. Givet att kapitaltillgänglighet och kapitalanvändning är grundläggande förutsättningar för små och medelstora företags överlevnad är det viktigt att undersöka hur dessa företag använder olika finansieringskällor, i synnerhet externt kapital, och vad som avgör användningen av dessa finansieringskällor.⁹

I denna rapport sammanfattas resultaten från två studier med fokus på dels små och medelstora företags kapitalstruktur i olika livsstadier (ålderskategorier) och dels olika variabler av betydelse för kapitalstrukturen. Resultaten visar signifikanta skillnader i hur de undersökta företagen använder olika finansieringskällor beroende på vilken ålderskategori de tillhör, men också utifrån deras storlek och branschtillhörighet. Enligt Pecking-order teorin föredrar små och medelstora företag internt anskaffat

⁹ Becchetti och Trovato (2002); Carpenter och Petersen (2002); Chittenden et al. (1996); Rajan och Zingales (1995).

kapital före externt anskaffat¹⁰, men överlag visar resultaten att äldre företag tenderar att förlita sig mindre på externt kapital än vad yngre företag gör. Detta kan bero på att äldre företag normalt har större möjlighet att använda internt anskaffat kapital, såsom kvarhållna vinstmedel, än deras yngre motsvarigheter.

Vidare tyder resultaten på att de åtta förklarande variablerna – storlek, ålder, lönsamhet, tillväxt, likviditet, säkerhetsbaserade tillgångar, avskrivningsbaserade tillgångar och branschtillhörighet – är av betydelse för små och medelstora företags finansieringspolitik. Att företags branschtillhörighet har ett samband med hur deras externa finansiering ser ut är kanske inte så oväntat.¹¹ Av större intresse är att vissa variabler förhåller sig på olika sätt beroende på om finansieringen är kort- eller långfristig.

Variablerna storlek och tillväxt är positivt relaterade till företags användning av kortfristiga skulder. Ju större företag och ju bättre tillväxt desto mer kortfristiga skulder. Samtidigt har variablerna ålder, lönsamhet, likviditet och säkerhetsbaserade tillgångar ett negativt samband med kortfristiga skulder. Variabeln avskrivningsbaserade tillgångar har inget samband med användningen av dessa skulder.

Vad gäller långfristiga skulder ser mönstret något annorlunda ut. Företags tillväxt och deras andel säkerhetsbaserade tillgångar är positivt relaterade till användningen av långfristiga skulder. Företags storlek, lönsamhet, likviditet och deras avskrivningsbaserade tillgångar uppvisar däremot negativa samband med långfristiga skulder. Små och medelstora företags ålder tycks sakna samband med långfristiga skulder.

¹⁰ Myers och Majluf (1984).

¹¹ Chittenden et al. (1996).

Referenser

- Becchetti, L. och Trovato, G. (2002), "The determinants of firm growth for small and medium sized firms: the role of the availability of external finance". *Small Business Economics*, Vol. 19, Nr. 4, s. 291-306.
- Carpenter, R. E. och Petersen, B. C. (2002), "Is the growth of small firms constrained by internal finance?". *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 84, Nr. 2, s. 298-309.
- Chittenden, F., Hall, G. och Hutchinson, P. (1996), "Small firm growth, access to capital markets and financial structure: review of issues and an empirical investigation". *Small Business Economics*, Vol. 8, Nr. 1, s. 59-67.
- Coad, A., Segarra, A. och Teruel, M. (2013), "Like milk or wine: does firm performance improve with age?". *Structural Change and Economic Dynamics*, Vol. 24, Nr. 1, s. 173-189.
- Cooley, T. och Quadrini, V. (2001), "Financial markets and firm dynamics". *American Economic Review*, Vol. 91, Nr. 5, s. 1286-1310.
- Hutchinson, J. och Xavier, A. (2006), "Comparing the impact of credit constraints on the growth of SMEs in a transition country with an established market economy". *Small Business Economics*, Vol. 27, Nr. 2, s. 169-179.
- Mac an Bhaird, C. och Lucey, B. (2011), "An empirical investigation of the financial growth life cycle". *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 18, Nr. 4, s. 715-731.
- Myers, S. C. och Majluf, N. S. (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, Nr. 2, s. 187-221.
- Oliveira, B. och Fortunato, A. (2006), "Firm growth and liquidity constraints: a dynamic analysis". *Small Business Economics*, Vol. 27, Nr. 2/3, s. 139-156.
- Rajan, R. G. och Zingales, L. (1995), "What do we know about capital structure? Some evidence from international data". *Journal of Finance*, Vol. 50, Nr. 5, s. 1421-1460.
- Reid, G. C. (2003), "Trajectories of small business financial structure". *Small Business Economics*, Vol. 20, Nr. 4, s. 273-285.
- Stiglitz, J. E. och Weiss, A. (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information". *American Economic Review*, Vol. 71, Nr. 3, s. 393-410.
- Yazdanfar, D. och Öhman, P. (2016), "Capital structure dynamics among SMEs: Swedish empirical evidence". *Journal of Risk Finance*, Vol. 17, Nr. 2, s. 245-260.
- Öhman, P. och Yazdanfar, D. (2017), "Short- and long-term debt determinants in Swedish SMEs". *Review of Accounting and Finance*, Vol. 16, Nr. 1, s. 106-124.