

Små och medelstora företags kapitalanvändning i finansiella kristider

Darush Yazdanfar och Peter Öhman



Små och medelstora företags kapitalanvändning i finansiella kristider

Darush Yazdanfar och Peter Öhman

Tillgången till kapital och i synnerhet externt kapital (kort- och långfristig skuldsättning) har stor betydelse för små och medelstora företag och därmed för nya arbetstillfällen, ekonomisk tillväxt och samhällets välfärd. Mot denna bakgrund har Darush Yazdanfar och Peter Öhman vid CER intresserat sig för dessa företags kapitalanskaffning och kapitalanvändning samt deras kostnader för detta. Resultaten visar att företagen i urvalet tenderar att använda mer kortfristiga och långfristiga skulder under finansiella kristider och därmed ökar även deras finansiella kostnader. En förklaring till detta är att företagets lönsamhet sjunker när tiderna blir sämre och att möjligheten att använda internt kapital (i form av tidigare års kvarhållna vinstmedel) därmed minskar. Forskningsresultaten har tidigare publicerats i de två internationella tidskriftsartiklarna "Financial crisis and SME capital structure: Swedish empirical evidence" (Yazdanfar, Öhman och Homayoun, 2020) och "The 2008–2009 global financial crisis and the cost of debt capital among SMEs: Swedish evidence" (Yazdanfar och Öhman, 2021).

Inledning

Tillgång till kapital och i synnerhet externt kapital i termer av både kortfristiga och långfristiga skulder spelar en viktig roll för små och medelstora företags tillväxt.¹ Dessutom utgör dessa företag en mycket stor del av företagsamheten i Sverige och deras finansiella framgångar är en förutsättning för att det ska skapas arbetstillfällen och ekonomisk tillväxt.² Det är också en förutsättning för välfärden i samhället.

Till skillnad från stora företag har dock små och medelstora företag begränsade valmöjligheter när det gäller anskaffning av externt kapital. Det leder till frågan om vilken kapitalstruktur som ger högsta möjliga nytta givet risken. Kapitalstrukturen, d.v.s. sammansättningen av eget kapital och skulder, anses vara optimal när fördelarna med att skuldsätta sig överstiger kostnaderna för detta.³ Samtidigt styrs kapitalstrukturen många gånger av tillgängligheten till olika former av kapital.⁴

Ur långgivarnas perspektiv, i synnerhet för banker, innebär lån till små och medelstora företag ofta höga risker och en brist på erforderliga säkerheter.⁵ Det gör att banker och andra kreditgivare normalt kräver högre ersättningar i form av räntor från små och medelstora företag än från större företag för att kompensera för den högre risken för konkurs.

¹ Vermoesen et al. (2013).

² Yazdanfar och Öhman (2015).

³ Fama och French (2002).

⁴ Myers (1984).

⁵ Psillaki och Eleftheriou (2015).

Förhållandet mellan skuldfinansiering och tillhörande kostnader har diskuterats i ett flertal studier under senare år.⁶ Kostnaden för lånat kapital handlar vanligtvis om de räntor som företag betalar för att få låna pengar. Denna typ av kostnad ökar normalt vid finansiella kriser eftersom osäkerheten tilltar samtidigt som företagens kreditvärdighet sjunker. Ett exempel på detta var den global finanskrisen åren 2008–2009. Den skapade turbulens och makroekonomisk osäkerhet, vilket påverkade såväl investeringar, export och import som ekonomisk tillväxt.

På aggregerad nivå ledde detta till en minskad efterfrågan på kapital från företag som tvingades omvärdera och skjuta fram sina investeringsbeslut.⁷ Samtidigt minskade utbudet av krediter från bankernas sida.⁸ Följden blev inte bara att det ekonomiska förtroendet sjönk till mycket låga nivåer, så gjorde även användningen av lånat kapital.⁹ Under finanskrisen sänkte centralbankerna runt om i världen, inklusive den svenska centralbanken (d.v.s. Riksbanken), sina reporäntor. Med andra ord använde centralbankerna sitt viktigaste penningpolitiska instrument för att hantera de negativa konsekvenserna av krisen.¹⁰

Teoretiskt påverkar banklån, andra krediter och växelkurser den reella ekonomin och därmed företags kapitalstruktur och lönsamhet.¹¹ Banklån och andra krediter är de kanske viktigaste ingredienserna när det gäller företags finansieringsbeteende under en finanskris. Bankerna hänvisar till kapitalkrav och förlustrisker för att undvika utlåning till företag. Vidare sjunker värdet av säkerheter, såsom företags anläggningstillgångar. Allt detta gör det än svårare för främst mindre företag att få låna pengar. Således kan finanskrisen 2008–2009 förväntas ha påverkat små och medelstora företags kapitalstruktur och lönsamhet.

Syfte, data och tillvägagångssätt

Företag kan välja att finansiera sin verksamhet med antingen externt kapital, internt kapital eller en kombination av dessa. Kostnaden för att skaffa kapital har en avgörande betydelse för kapitalstrukturen i små och medelstora företag. Önskvärt är att ha så låga kostnader som möjligt givet den risk som varje typ av kapital medför eftersom detta bidrar till att öka värdet på företagen i fråga.

Till skillnad från flera tidigare studier omfattade denna empiriska undersökning ett stort antal företag och dessa följdes dessutom under flera år. Såväl makroekonomiska som företagsspecifika faktorer togs i beaktande för att kartlägga eventuella samband

⁶ Derrien et al. (2016); Liangbo et al. (2017).

⁷ Carbó-Valverde et al. (2016); Iqbal och Kume (2014).

⁸ European Central Bank (2012).

⁹ Campello et al. (2010); Casey och O'Toole (2014).

¹⁰ Söderström och Westermark (2009).

¹¹ Bernanke och Lown (1991).

mellan finanskrisen och kapitalstruktur respektive kapitalkostnad under och efter krisen.

Syftet med de studier som ligger till grund för den här rapporten var att under och efter den globala finanskrisen beskriva och analysera samband mellan å ena sidan makroekonomiska och företagsspecifika faktorer och å andra sidan små och medelstora företags kapitalstruktur och därtill hörande kostnader för att anskaffa kapital.

Det empiriska datamaterialet bygger på finansiella årsredovisningar från i runda tal 40 000 svenska icke-finansiella små och medelstora företag i fem branscher med 10–199 anställda för perioden 2008–2015. Datamaterialet hämtades från en kommersiell databas (Retriever) som innehåller longitudinella redovisningsdata för alla aktiebolag i Sverige. Företag med 0–9 anställda, s.k. mikroföretag, uteslöts ur datamaterialet beroende på att många av dessa redovisade ofullständiga årsredovisningar. För att minska risken för ett snedvridet urval exkluderades även andra företag som visade extremvärden eller saknade någon viktig redovisningsuppgift. Alla företag som ingick i undersökningen var verksamma under hela den undersökta åttaårsperioden 2008–2015. Av dessa företag var 46 procent verksamma i detaljhandeln. Vidare var 20 procent vardera hemmahörande i restaurangbranschen respektive byggbranschen, medan 10 procent sysslade med livsmedelsproduktion och 4 procent var verksamma inom metallindustrin. För att öka resultatens trovärdighet analyserades insamlade data med hjälp av flera statistiska metoder.

Resultat

I tabell 1 anges dels hypoteserna, dels resultaten från hypotestesterna. På basis av det empiriska materialet kan det slås fast att konjunkturen har betydelse när det gäller både kapitalstruktur och kostnaden för att anskaffa externt kapital. Som framgår av tabellen får merparten av hypoteserna stöd, vilket innebär att resultaten är de förväntade. I ett fåtal fall förkastas hypoteserna.

Tabell 1: Hypoteser och utfall av hypotestester

Hypotes	Resultat
H1a: Det finns ett negativt samband mellan en finanskris och små och medelstora företags kortfristiga skulder.	Hypotesen får stöd
H1b: Det finns ett negativt samband mellan en finanskris och små och medelstora företags långfristiga skulder.	Hypotesen får stöd
H2a: Det finns ett negativt samband mellan små och medelstora företags lönsamhet och deras kortfristiga skulder.	Hypotesen får stöd
H2b: Det finns ett negativt samband mellan små och medelstora företags lönsamhet och deras långfristiga skulder.	Hypotesen får stöd

H3a: Det finns ett positivt samband mellan små och medelstora företags storlek och deras kortfristiga skulder. H3b: Det finns ett positivt samband mellan små och medelstora företags storlek och deras långfristiga skulder.	Hypotesen får inte stöd (inget samband råder) Hypotesen får inte stöd (inget samband råder)
H4a: Det finns ett negativt samband mellan små och medelstora företags anläggningstillgångar och deras kortfristiga skulder. H4b: Det finns ett positivt samband mellan små och medelstora företags anläggningstillgångar och deras långfristiga skulder.	Hypotesen får stöd Hypotesen får stöd
H5a: Det finns ett samband mellan små och medelstora företags branschtillhörighet och deras kortfristiga skulder. H5b: Det finns ett samband mellan små och medelstora företags branschtillhörighet och deras långfristiga skulder.	Hypotesen får stöd Hypotesen får stöd
H6: Det finns ett positivt samband mellan kostnaden för lånat kapital och en finanskris.	Hypotesen får stöd
H7: Det finns ett positivt samband mellan kostnaden för lånat kapital och de interna bankräntor.	Hypotesen får stöd
H:8 Det finns ett negativt samband mellan kostnaden för lånat kapital och företagsstorlek.	Hypotesen får stöd
H9: Det finns ett positivt samband mellan kostnaden för lånat kapital och av eftersläpande kostnader för lånat kapital.	Hypotesen får stöd

Enligt H1a och H1b har den globala finanskrisen ett samband med små och medelstora företags kapitalstruktur. Resultaten visar att företagen i urvalet tenderade att använda mer externt kapital i form av både kort- och långfristiga skulder under kristiden 2008-2009 i jämförelse med återhämningsperioden 2010-2015. Vad gäller företagsspecifika faktorer ger resultaten stöd för H2a och H2b. Ju lägre lönsamhet, desto högre skuldsättning. Däremot får varken H3a eller H3b stöd. Tvärt emot förväntningarna fanns inget samband mellan små och medelstora företags storlek och användningen av kort- och långfristiga skulder, varken under eller efter finanskrisen.

Vidare tyder resultaten på att storleken på företagens anläggningstillgångar kan relateras till användningen av externt kapital. Resultaten är i linje med H4a och H4b. Det innebär att ju större andel anläggningstillgångar ett företag har, desto mindre kortfristiga skulder och desto större långfristiga skulder har det. Likaså får de branschrelaterade hypoteserna (H5a och H5b) stöd eftersom resultaten bekräftar att branschtillhörigheten har ett samband med företagets sätt att använda både kort- och långfristiga skulder.

Resultaten anger också att flera funna samband utgår från små och medelstora företags redovisade kapitalkostnader. Kopplingen till den globala finanskrisen, d.v.s. att kapitalkostnaderna var högre under än efter krisen, ger stöd för H6. Det finns även ett positivt samband mellan kostnaden för lånat kapital och de interna bankräntorna (i enlighet med H7) och ett negativt samband mellan kapitalkostnad och företags-

storlek (i enlighet med H8). Enligt den empiriska analysen finns det ett positivt samband mellan årets kostnader för lånat kapital och tidigare års kostnader för lånat kapital, vilket ger stöd för H9.

Slutdiskussion

Utifrån teoretiska referensramar och tidigare forskning undersöktes både makroekonomiska och företagsekonomiska faktorer för att analysera eventuella samband med små och medelstora företags kapitalstruktur och därtill hörande kostnader för att anskaffa kapital. De empiriska resultaten påvisar förändrade finansieringsbeteenden såväl när en finanskris inträffar som när förhållandena sedan blir mer normala igen. Mer specifikt tycks företagen skuldsätta sig i större utsträckning under en finanskris med ökade kapitalkostnader som följd. När krisen sedan är över minskar skuldsättningen. Den genomsnittliga kostnaden för skulder var också betydligt högre under krisperioden (2008–2009) än efter densamma (2010–2015).

Vidare noteras att det främst är nivån på kortfristiga skulder som ökar under en finanskris. Detta stämmer överens med tidigare studier och teoretiska resonemang, i synnerhet eftersom lönsamheten i många företag minskar till följd av den här typen av allvarliga externa faktorer.¹² Samtidigt indikerar resultaten, i linje med tidigare studier, att små och medelstora företag även förlitar sig på en relativt stor långfristig skuldfinansiering under en finanskris.¹³

Dessutom visar den empiriska undersökningen att makroekonomiska faktorer – i synnerhet en så pass dramatisk händelse som en global finanskris – verkar vara av större betydelse än företagsspecifika faktorer – såsom storlek, lönsamhet och andelen anläggningstillgångar – för att förklara små och medelstora företags skuldsättning och därtill kopplade finansiella kostnader. De föreliggande resultaten indikerar också att Riksbanken använde sitt främsta penningpolitiska instrument, d.v.s. reporäntan, för att hålla de interna bankräntorna på en för företagen relativt gynnsam nivå och därmed begränsa de negativa effekterna av finanskrisen. Även om detta möjliggjorde för företagen att kunna låna pengar utan att räntan ökade dramatiskt så ökade företagets genomsnittliga lånekostnader under krisen. Detta visar att det finns en negativ överföringseffekt på makroekonomisk nivå och att denna påverkar företagets kapitalkostnader.

¹² Myers, (1984).

¹³ Carbó-Valverde et al. (2016).

Referenser

- Bernanke, B.S. och Lown, C.S. (1991), "The credit crunch". *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 22, Nr. 2, s. 205-239.
- Campello, M., Graham, J.R. och Harvey, C.R. (2010), "The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis". *Journal of Financial Economics*, Vol. 97, Nr. 3, s. 470-487.
- Carbó-Valverde, S., Rodríguez-Fernandez, F. och Udell, G.F. (2016), "Trade credit, the financial crisis, and SME access to finance". *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 48, Nr. 1, s. 113-143.
- Casey, E. och O'Toole, C.M. (2014), "Bank lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs". *Journal of Corporate Finance*, Vol. 27, Nr. 1, s. 173-193.
- Derrien, F., Kecskes, A. och Mansi, S.A. (2016), "Information asymmetry, the cost of debt, and credit events: Evidence from quasi-random analyst disappearances". *Journal of Corporate Finance*, Vol. 39, s. 295-311.
- European Central Bank (2012), *Survey on the access to finance of SMEs in the Euro area – October 2011 to March 2012*. Frankfurt: European Central Bank.
- Fama, E.F. och French, K.R. (2002), "Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt". *Review of Financial Studies*, Vol. 15, Nr. 1, s. 1-33.
- Iqbal, A. och Kume, O. (2014), "Impact of financial crisis on firms' capital structure in UK, France, and Germany". *Multinational Finance Journal*, Vol. 18, Nr. 3, s. 240-280.
- Liangbo, M., Shiguang, M. och Tian, G. (2017), "Corporate opacity and cost of debt for family firms". *European Accounting Review*, Vol. 26, Nr. 1, s. 27-59.
- Myers, S.C. (1984), "The capital structure puzzle". *Journal of Finance*, Vol. 39, Nr. 3, s. 575-592.
- Psillaki, M. och Eleftheriou, K. (2015), "Trade credit, bank credit, and flight to quality: Evidence from French SMEs". *Journal of Small Business Management*, Vol. 53, Nr. 4, s. 1219-1240.
- Söderström, U. och Westermark, A. (2009), "Monetary policy when the interest rate is zero". *Sveriges Riksbank Economic Review*, Vol. 2009, Nr. 2, s. 5-30.
- Vermoesen, V., Deloof, M. och Laveren, E. (2013), "Long-term debt maturity and financing constraints of SMEs during the global financial crisis". *Small Business Economics*, Vol. 41 Nr. 2, s. 433-448.
- Yazdanfar, D. och Öhman, P. (2015), "The growth–profitability nexus among Swedish SMEs". *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 11, Nr. 4, s. 531-547.
- Yazdanfar, D. och Öhman, P. (2021), "The 2008–2009 global financial crisis and the cost of debt capital among SMEs: Swedish evidence". *Journal of Economic Studies*, Vol. 48, Nr. 6, s. 1097-1110.
- Yazdanfar, D., Öhman, P. och Homayoun, S. (2019), "Financial crisis and SME capital structure: Swedish empirical evidence". *Journal of Economic Studies*, Vol. 48, Nr. 6, s. 1097-1110.