

CER

CENTRUM FÖR FORSKNING OM
EKONOMISKA RELATIONER

RAPPORT 2015:8

SKULDFINANSIERING OCH FÖRETAGS LÖNSAMHET



En investering för framtiden



EUROPEISKA
UNIONEN
Europeiska
regionala
utvecklingsfonden



Länsstyrelsen
Västernorrland



Mittuniversitetet
MID SWEDEN UNIVERSITY

Skuldfinansiering och företags lönsamhet

Darush Yazdanfar och Peter Öhman

Sambandet mellan ett företags skuldsättning och dess lönsamhet är ett omdiskuterat ämne inom finansiering. I denna studie undersöker Darush Yazdanfar och Peter Öhman vid CER sambandet mellan skuldsättningsgrad och lönsamhet bland 15 897 svenska små och medelstora företag i fem branscher för perioden 2009-2012. Studien visar att skuldsättningsgraden, i termer av både kortfristiga och långfristiga skulder, påverkar företagets lönsamhet på ett signifikant sätt. Ju högre skuldsättningsgrad desto lägre lönsamhet och vice versa. Sambandet gäller dessutom oavsett bransch. Forskningsresultaten har tidigare publicerats i den internationella tidskriftsartikeln "Debt financing and firm performance: An empirical study based on Swedish data" (Yazdanfar och Öhman, 2015).

Inledning

Företagsfinansiering är starkt kopplad till kostnader och intäkter.¹ Att nå en optimal skuldsättningsgrad är därmed viktigt för alla företag då skuldsättning normalt är en förutsättning för att kunna göra nödvändiga investeringar, klara sig i konkurrensen med andra företag och uppnå lönsamhet.

Flera teoretiska ansatser har utvecklats för att beskriva och förklara förhållandet mellan skuldsättningsgrad och lönsamhet. Enligt tidiga teorier² påverkar inte finansieringen av ett företag dess kapitalkostnad eller marknadsvärde om kapitalmarknaderna är perfekta. Denna uppfattning grundar sig på ett antal antaganden, t.ex. att det inte finns några skatter eller transaktionskostnader, att alla investerare har tillgång till samma information och liknande möjligheter att låna respektive låna ut pengar. Det underliggande antagande om marknadsp Perfektion har emellertid ifrågasatts och likaså dess tillämpbarhet på små företag.³ Idag är det också allmänt känt att förhållandena på kapitalmarknaderna är mer komplexa än vad som görs gällande i ovanstående antaganden. Kapitalmarknaderna är t.ex. förknippade med kostnader, informationsasymmetri och konflikter mellan företags intressenter.⁴

Agentteorin har visat sig vara tillämpbar för att förklara finansiering av både stora och små företag.⁵ Teorin bygger på att intressekonflikter och diskussioner om kontrollrättigheter uppstår mellan olika intressenter, i synnerhet mellan ägare och långgivare. Intressekonflikterna grundar sig på parternas respektive strävanden efter

¹ Harris och Raviv (1991).

² Modigliani och Miller (1958).

³ Grabowski och Mueller (1972); Chaganti et al. (1995).

⁴ Myers och Majluf (1984).

⁵ Chittenden et al. (1996); Myers (2001).

att maximera egennyttnan på bekostnad av den andra partens intressen.⁶ Från denna utgångspunkt drabbas långivare av kostnader i samband med att företag går i konkurs och därmed inte kan återbetala de pengar som en långivare har lånat ut.⁷ Vidare riskerar ägare av ett skuldsatt företag att förlora både företagets tillgångar och kontrollen över företaget om det inte går tillräckligt bra.⁸ Ägare som strävar efter att behålla sina respektive företags självständighet kommer därmed i möjligaste mån att undvika extern finansiering såsom t.ex. banklån.⁹ Istället kommer de i linje med den s.k. hackordningsteorin (pecking order theory) att i första hand finansiera sina verksamheter med interna medel, dvs. vinstmedel och eget insatt kapital.

Sambandet mellan skuldsättningsgrad och företags lönsamhet har varit föremål för empiriska studier, men de flesta av dessa har fokuserat på börsnoterade företag. Även om det finns undantag¹⁰ kan det tämligen ensidiga intresset för börsnoterade företag tyckas något märkligt med tanke på betydelsen av små och medelstora företag runt om i världen. Exempelvis klassificeras nästan 99 % av alla svenska företag som små eller medelstora och dessa företag sysselsätter mer än 70 % av den svenska arbetskraften.

Det råder också brist på svenska studier inom området. Den svenska ekonomin beskrivs allmänt som liten, exportberoende och öppen samt med goda sociala förmåner finansierade av höga skatter. Detta inte är utmärkande för alla länder och således kan studier baserade på data från svenska företag berika bilden av hur skuldsättningsgrad och lönsamhet förhåller sig till varandra.

Syfte och tillvägagångssätt

Syftet med denna studie är att undersöka sambandet mellan skuldsättningsgrad och lönsamhet bland svenska små och medelstora företag, dvs. företag med färre än 200 anställda. En kombination av olika kvantitativa metoder användes för att analysera ett urval bestående av 15 897 företag verksamma i fem olika branscher (detaljhandel, partihandel, byggverksamhet, tillverkning samt hälso- och sjukvård). Insamlad data avser perioden 2009-2012.

Alla data är hämtade från en kommersiell databas (Affärsdata) med standardiserade och detaljerade årsredovisningsuppgifter för svenska aktiebolag. För att minska risken för ett snedvridet urval exkluderades alla aktiebolag utan anställda, med en omsättning under 120 000 kr eller med totala tillgångar under 100 000 kr. Likaså

⁶ Jensen och Meckling (1976).

⁷ Jensen och Meckling (1976); Myers (2001).

⁸ Hamilton och Fox (1998).

⁹ Hutchinson (1995).

¹⁰ Se t.ex. Hutchinson (1995); Hamilton och Fox (1998); Garcia-Teruel och Martinez-Solano (2007).

uteslöts aktiebolag som uppvisade extremvärden eller saknade någon för studien central uppgift samt bolag som inlett ett konkursförfarande.

Den beroende variabeln – företags lönsamhet – kan uttryckas och mätas på olika sätt. Baserat på tidigare studier¹¹ har avkastningen på totalt kapital (totala tillgångar) använts som mått på lönsamheten i den aktuella studien. Lönsamhet definieras som nettovinst efter skatt dividerat med totala tillgångar. Den oberoende variabeln – företags skuldsättningsgrad – inkluderar i enlighet med tidigare studier¹² såväl kort- som långfristiga skulder och skulderna sattes i relation till totalt kapital (totala tillgångar). Enligt agentteorin bör intressekonflikter mellan ägare och långgivare sannolikt leda till ett negativt samband mellan företags skuldsättningsgrad och dess lönsamhet.

Tre kontrollvariabler – företags storlek, ålder och bransch – ingår också i studien. Teoretiskt förväntas att ett företags storlek och ålder ska påverka lönsamheten positivt.¹³ Jämfört med mindre företag tenderar större företag att dra nytta av olika stordriftsfördelar. Äldre företag anses ha bättre förutsättningar än yngre företag att utnyttja ekonomiska fördelar genom lärande och tillgång till jämförelsevis mer resurser. I studien mättes företagets storlek med den naturliga logaritmen av omsättningen och företagets ålder med antalet verksamhetsår. Slutligen användes dummyvariabler för att kontrollera effekten av branschernas eventuella påverkan på lönsamheten.

Resultat

De undersökta företagen hade i genomsnitt tio anställda och 22 verksamhetsår på nacken. Det genomsnittliga företaget i urvalet kan med andra ord karaktäriseras som litet och väletablerat. Detaljhandelsföretagen dominerade urvalet (43 % av företagen var hemmahörande i denna bransch). Företagen i övriga fyra branscher var relativt jämt fördelade (mellan 10 och 18 % av företagen tillhörde respektive bransch).

Företagens lönsamhet var i genomsnitt 12 %. De kortfristiga skulderna uppgick i genomsnitt till 31 % av de totala tillgångarna medan de långfristiga skulderna utgjorde 9 % av de totala tillgångarna. Eget kapital uppgick således till 58 % av de totala tillgångarna. Det innebär att de undersökta företagen i huvudsak finansierades internt (dvs. genom vinstmedel och ägarinsättningar), att kortfristiga skulder var det andra och långfristiga skulder det tredje finansieringsalternativet.

¹¹ Se t.ex. Goddard et al. (2005).

¹² Goddard et al. (2005).

¹³ Cabral och Mata (2003); Garcia-Teruel och Martinez-Solano (2007).

Vissa branschrelaterade skillnader framträder med avseende på de undersökta variablerna. I genomsnitt var företagen i hälso- och sjukvårdsbranschen mest lönsamma med en avkastning på 25 %. Minst lönsam var grossistsbranschen. Där hade företagen en genomsnittlig avkastning på 10 %. Skuldsättningsgraden var dock relativt homogen i de fem branscherna.

De statistiska analyserna ger stöd för tre av de fyra undersökta hypoteserna. Skuldsättningsgraden, i termer av både kort- och långfristiga skulder, påverkar företagets lönsamhet på ett signifikant sätt. Ju högre skuldsättningsgrad ett företag har desto lägre är lönsamheten och vice versa. Företagsstorlekens påverkan på lönsamheten är signifikant och positiv, vilket tyder på att ju större företagen är desto mer sannolikt är det att de är lönsamma. Till skillnad från vad som antogs i den tredje hypotesen påverkar företagets ålder lönsamheten på ett signifikant och negativt sätt. Det indikerar att yngre företag tenderar att vara mer lönsamma än äldre. Slutligen visar resultaten att branschtillhörighet har en inverkan på företagets lönsamhet.

Utfallet av hypotestesterna sammanfattas i tabell 1. Det kan också konstateras att de övergripande resultaten avseende samtliga hypoteser är giltiga för alla fem undersökta branscher (även om det är värt att notera att i vilken grad företagets storlek påverkar lönsamheten varierar något beroende på branschtillhörighet).

Tabell 1: Test av hypoteser

Hypotes	Resultat
H1: Det råder ett negativt samband mellan ett företags skuldsättningsgrad och dess lönsamhet.	Hypotesen får stöd
H2: Det råder ett positivt samband mellan ett företags storlek och dess lönsamhet.	Hypotesen får stöd
H3: Det råder ett positivt samband mellan ett företags ålder och dess lönsamhet.	Hypotesen får inte stöd
H4: Det finns ett samband mellan bransch och företags lönsamhet.	Hypotesen får stöd

Slutdiskussion

Sammantaget visar studien att en ökad skuldsättningsgrad påverkar företagets lönsamhet negativt. De empiriska resultaten ger alltså belägg för att företag med högre skuldsättningsgrad tenderar att vara mindre lönsamma än företag med lägre skuldsättningsgrad. Med andra ord tycks ägare till mer lönsamma småföretag i första hand utnyttja vinstmedel och eget kapital för att finansiera sina verksamheter, vilket minskar agentkostnaderna och de kostnader som är förknippade med extern

finansiering. Utan extern finansiering finns inte heller problemet med informationsasymmetri på agendan. De redovisade resultaten är i överensstämmelse med hackordningsteorin som driver tesen att intern finansiering föredras framför extern finansiering och att kortfristiga skulder prioriteras framför långfristiga skulder.

Dessutom visar resultaten att företagens storlek och ålder påverkar lönsamheten. Företagsstorlekens positiva inverkan på lönsamheten kan förklaras av att större företag inom kategorin små och medelstora företag har tillgång till mer finansiella resurser och olika skalfördelar i jämförelse med mindre små och medelstora företag och att de större företagen därför kan uppvisa högre avkastning på satsat kapital. Företagsålderns negativa inverkan på lönsamheten går emot föreställningen om att äldre företag kan dra nytta av erfarenheter kopplade till ett livslångt lärande. Det funna sambandet kan istället förklaras av livscykelteorin. Den gör gällande att äldre företag tenderar att avstanna i sin utveckling i motsatts till yngre företag, vilka i större utsträckning präglas av entusiasm och nytänkande på ett för lönsamheten positivt sätt.¹⁴

¹⁴ Becchetti och Trovato (2002).

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.
- Cabral, L. och Mata, J. (2003), "On the evolution of the firm size distribution: Facts and theory". *American Economic Review*, Vol. 93, Nr. 4, s. 1075-1090.
- Chaganti, R., DeCarolis, D. och Deeds, D. (1995), "Predictors of capital structure in small ventures". *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 20, Nr. 2, s. 7-18.
- 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.
- Garcia-Teruel, J. och Martinez-Solano, P. (2007), "Effects of working capital management on SME profitability". *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 3, Nr. 2, s. 164-177.
- Goddard, J., Tavakoli, M. och Wilson, J. (2005), "Determinants of profitability in European manufacturing and services: Evidence from a dynamic panel model". *Applied Financial Economics*, Vol. 15, Nr. 18, s. 1269-1282.
- Grabowski, H. G. och Mueller, R. (1972), "Managerial and stockholder welfare models of firm expenditures". *Review of Economics and Statistics*, Vol. 54, Nr. 1, s. 9-24.
- Hamilton, R. T. och Fox, M. A. (1998), "The financing preferences of small firm owners". *International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research*, Vol. 3, Nr. 4, s. 239-248.
- Harris, M. och Raviv, A. (1991), "The theory of capital structure". *Journal of Finance*, Vol. 46, Nr. 1, s. 297-355.
- Hutchinson, R. W. (1995), "The capital structure and investment decision of the small owner-managed firm: Some exploratory issues". *Small Business Economics*, Vol. 7, Nr. 3, s. 231-239.
- Jensen, M. C. och Meckling, W. H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Nr. 4, s. 305-360.
- Modigliani, F. och Miller, M. H. (1958), "The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment". *American Economic Review*, Vol. 48, Nr. 3, s. 261-297.
- Myers, S. C. (2001), "Capital structure". *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, Nr. 2, s. 81-102.
- 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. 1, s. 187-221.
- Yazdanfar, D. och Öhman, P. (2015), "Debt financing and firm performance: An empirical study based on Swedish data". *Journal of Risk Finance*, Vol. 16, Nr. 1, s. 102-118.