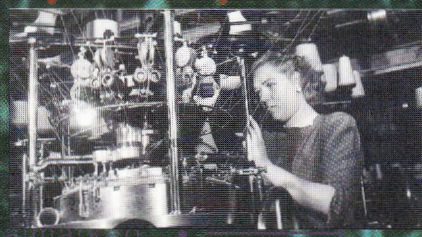


KAPITALMARKED OG NÆRINGSUTVIKLING



**TORUNN KVINGE
OVE LANGELAND**

Smått, men ikke bare godt

**Lønnsomhet og soliditet
i små industriforetak**

FAFO

Torunn Kvinge og Ove Langeland

Smått, men ikke bare godt

Lønnsomhet og soliditet
i små industriforetak

© Forskningsstiftelsen FAFO 1995

ISBN 82-7422-133-8

Omslag: Anne Lise Stenseth

Sort-hvitt foto: NTB

Trykk:

Innhold

Forord	5
Kapittel 1 Innledning	7
1.1 Tema og problemstillinger	7
1.2 Data og undersøkelsesopplegg	8
1.3 Rapportens disposisjon og innhold	10
Kapittel 2 Småforetak, nyetableringer og innovasjon	18
2.1 Innledning	18
2.2 Hva er småforetak?	18
2.3 Internasjonale studier av småforetak	21
2.4 Norske studier om småforetak	23
2.5 Årsaker til vekst i antallet småforetak og nyetableringer	30
2.6 Vekstterskler og finansieringsproblemer	32
Kapittel 3 Kapitalmarked og foretaksfinansiering	34
3.1 Innledning	34
3.2 Kapitalmarkedets ulike aspekter og funksjoner	34
3.3 Teorier om kapitalmarkeder	35
3.4 Optimal finansierings- og kapitalstruktur	38
3.5 Kostnader ved ekstern kapitaltilførsel	40
3.6 Foretaksfinansiering	43
3.7 Oppsummering	48
Kapittel 4 Finansiering av småforetak	49
4.1 Innledning	49
4.2 Finansieringskilder og utviklingsfaser	49
4.3 Finansiering av små industriforetak i Norge	54
4.4 Finansieringsproblemer	63
4.5 Oppsummering	66

Kapittel 5 Lønnsomhet og soliditet	68
5.1 Innledning	68
5.2 Regnskapsdata	72
5.3 Driftsresultat	73
5.4 Fordeling av faktorinntekten på driftsresultatet og lønnskostnadene	76
5.5 Finansielt resultat og gjeldsrente	80
5.6 Resultat før ekstraordinære poster	84
5.7 Rentabilitet	84
5.8 Kapitalstruktur	92
5.9 Oppsummering	98
Vedlegg 5.1	100
Vedlegg 5.2 Korrelasjonsmatrise 1983–1992	101
Vedlegg 5.3	102
 Kapittel 6 Lønnsomhet og soliditet i norske og svenske småforetak	 103
6.1 Innledning	103
6.2 Datagrunnlag og komparative metodeproblemer	104
6.3 Resultatstruktur	105
6.4 Avkastningsstruktur	108
6.5 Likviditet og soliditet	112
6.6 Oppsummering	114
 Kapittel 7 Hvordan smått blir godt	 116
7.1 Innledning	116
7.2 Oppsummering av hovedfunn	117
7.3 Effektive kapitalmarkeder og bedre foretak	120
 Referanser	 128
Figur- og tabellregister	133

Forord

Temaet for denne studien er lønnsomhet og soliditet i små industriforetak. Småforetak antas å ha stor betydning for vekst, sysselsetting og industriell fornyelse i de fleste industriland. Samtidig hevdes de å ha problemer med å finansiere nye investeringer på grunn av sviktende inntjening og svak kapitalstruktur.

I undersøkelsen drøftes spørsmål knyttet til kapitalmarked og foretaksfinansiering, og det gis en beskrivelse av foretakenes finansieringsmønster. I en omfattende empirisk analyse sammenliknes småforetakenes verdiskaping, lønnsomhet og soliditet med utviklingen i store foretak.

Analysen tar utgangspunkt i teori om finansiering av foretak og beskriver utviklingen på basis av to empiriske datasett: regnskapsdata for 1000 små industriforetak for perioden 1983–1992, og en spørreskjemaundersøkelse i de samme foretak gjennomført i 1993. Følgende problemstillinger søkes besvart:

- Hvordan finansierer småforetak seg?
- Støter småforetak på spesielle finansieringsproblemer?
- Hvordan er lønnsomhet og soliditet i småforetak sammenliknet med store foretak?
- Hvordan er lønnsomhet og soliditet i norske småforetak sammenliknet med svenske småforetak?

Rapporten *Smått, men ikke bare godt. Lønnsomhet og soliditet i små industriforetak* er en av publikasjonene fra prosjektet «Kapitalmarked og næringsutvikling» som FAFO utfører for Norges Forskningsråd under programmet om næringspolitikk og markedsutvikling (Nærings-LOS). Dokumentasjon til rapporten er publisert i rapporten *Regnskapsstatistikk 1983–1992* og i FAFO-notatet *Spørreundersøkelse – Små og mellomstore industriforetak. Dokumentasjon og resultater*. I tillegg utdypes finansierings-spørsmål i FAFO-notatet *Finansieringsanalyse av små industriforetak* (publiseres 1995).

Tre hovedoppgaver er planlagt skrevet innenfor prosjektet i løpet av 1995. «Finansieringsmodeller og eierstruktur. En komparativ studie av England, Tyskland, Sverige og Norge», «Offentlige virkemidler og næringspolitikk. En komparativ studie av Norge og Sverige» og «Kapitalstruktur og lønnsomhet i nyetablerte små industriforetak».

Rapporten er inndelt i tre hoveddeler. I første del drøftes småforetakenes betydning for industriell fornyelse og sysselsetting, det vil si nyetableringer og innovasjon. I del to behandles kapitalmarkedsteori, spørsmål om finansiering av foretak og finansieringsproblemer. I del tre analyseres lønnsomhet og soliditet med fokus på avkastning og kapitalstruktur i små versus store industriforetak, og i norske småforetak versus svenske småforetak.

Rapporten er et samarbeidsprodukt. Torunn Kvinge har skrevet kapittel 5 og vært ansvarlig for tilrettelegging og analyse av regnskapsdata. Ove

Langeland har skrevet kapittel 2, 3, 4 og 6 og utført analysene av spørreskjema. Kapittel 1 og 7 er skrevet av forfatterne i felleskap.

I arbeidet med rapporten har vi mottatt nyttige kommentarer fra en rekke personer og miljøer. Programstyret for Nærings-LOS har fulgt prosjektet og bidratt med konstruktive innspill underveis. En spesiell takk til Per Heum (SNF) som har lest hele rapporten og gitt mange innsiktsfulle kommentarer. Takk også til Arne Kinserdal (NHH), til Per Kleppe for kommentarer til kapittel 5, og til Frode Johansen (SSB) for kommentarer til kapittel 5 og 6.

På FAFO har flere kollegaer bidratt i arbeidet med rapporten. Jardar E. Flaa har medvirket i oppstartingen av prosjektet og deltatt i innsamling og tilrettelegging av data. Publikasjonsavdelingen ved Bente Bakken, Agneta Kolstad og Jon Lahlum har som vanlig samvittighetsfullt og profesjonelt redigert og ferdigstilt rapporten til publisering.

Oslo, april 1995
Ove Langeland
(prosjektleder)

Torunn Kvinge

Kapittel 1

Innledning

1.1 Tema og problemstillinger

Små og mellomstore foretak veier tungt i økonomien i de fleste industri-land, målt både etter antall, etter sysselsetting og etter verdiskaping. Småforetak og nyetableringer antas også å spille en viktig rolle i den kontinuerlige omstillingen som finner sted i næringslivet. I den grad de bidrar til industriell fornyelse, ivaretar de en viktig entreprenørfunksjon i økonomien. Stabilitet i vekst og sysselsetting på samfunnsnivå (makronivå) forutsetter nemlig kontinuerlige forandringer og nyskaping på bedriftsnivå (mikronivå).

Små og mellomstore foretak hevdes imidlertid å ha problemer med lav lønnsomhet og svak soliditet. Dette fører til problemer med å finansiere investeringer som kan danne grunnlag for nyetablering eller ekspansjon. Sviktende inntjening gjør det vanskelig å bygge opp overskudd og egenkapital, og det kan være problematisk for småforetak å hente inn kapital fra det ordinære kapitalmarkedet.

Problemene antas å være særlig påtrengende i etableringsfasen, hvor ideer utprøves og produkter utvikles og kommersialiseres. I tidlige utviklingsfaser vil det være vanskelig for kreditorer og kapitaleiere å vurdere foretakenes kredittverdighet og vekstpotensial. Ofte mangler også småforetakene økonomiske styringssystemer og strategiske planer som kan tilveiebringe nødvendig informasjon.

Manglende overskudd og problemer med å få ekstern egenkapital fører til at investeringer i stor grad må lånefinansieres. Restriksjoner i kredittmarkedet kan gjøre det vanskelig å få langsiktig finansiering. Resultatet er en høy andel kortsiktig gjeld. Det gjør foretaket mer utsatt for konkurs. Lav egenkapitalandel svekker småforetakenes evne til å møte tilbakeslag og tap.

Det er ikke lett å finne et godt mål for lønnsomhet som gir mening på tvers av foretakenes størrelse og eierform. I små personlige foretak vil føring av eierlønn kunne påvirke de økonomiske resultatene. Høy avkastning på totalkapitalen i slike foretak kan skyldes høyt driftsresultat og lave

lønnskostnader. Små foretak vil dessuten ofte ha liten bokført kapital i forhold til omsetning. Det påvirker også lønnsomheten i positiv retning.

For å vurdere verdien av et foretak, det vil si nåverdien av foretakets framtidige inntekter, er det viktig å ta hensyn til kapitaltilgang og finansieringsmuligheter, dernest bør en fokusere på forhold som eierskap og ledelse. Ledelse er antakelig en kritisk faktor for utviklingen av småforetak.

I småforetak er ofte eier og leder samme person, og foretakets vekstpotensial vil langt på vei betinges av eierens/lederens evner og ressurser.

Problemstillinger

Foretakenes finansierings- og kapitalstruktur og kapitalmarkedets funksjonsmåte vil påvirke foretakenes investeringsatferd, overlevelsessevne og vekstpotensial. I denne undersøkelsen rettes søkelyset mot små industriforetak i Norge. Det reises spørsmål knyttet til kapitalmarked og foretaksfinansiering. Foretakenes finansieringsmønster og problemer med å få kapital beskrives. Småforetakenes lønnsomhet og kapitalstruktur analyseres og sammenliknes med store foretak.

Med utgangspunkt i teori og erfaringer fra tidligere studier samt eget empirisk materiale underkastes følgende spørsmål en grundig analyse:

- Hvordan finansierer småforetak seg?
- Støter småforetak på spesielle finansieringsproblemer?
- Hvordan er lønnsomhet og soliditet i småforetak sammenliknet med store foretak?
- Hvordan er lønnsomhet og soliditet i norske småforetak sammenliknet med svenske småforetak?

1.2 Data og undersøkelsesopplegg

Undersøkelsen er basert på to ulike datasett – en regnskapsdatabase for et utvalg små industriforetak for perioden 1983–1992 og en spørreskjemaundersøkelse til de samme foretakene i 1993. Utvalget er trukket fra Det sentrale bedrifts- og foretaksregisteret i Statistisk sentralbyrå. Trekkingen er foretatt av Statistisk sentralbyrå. Populasjonen omfattet i 1991 16 783 industriforetak med inntil 49 ansatte. Utvalget består av 1001 foretak. Bransjer og regioner med relativt få enheter er overrepresentert i utvalget. Det er nærmere redegjort for trekking av utvalg, bortfall og representativitet samt begreper og definisjoner i Kvinge og Langeland (1995) og i Flaa (1995).

Regnskapsdatabasen

Regnskapsstatistikken er bygd opp etter mønster fra Statistisk sentralbyrå, slik at det er mulig å sammenlikne resultater for små og store foretak. Foretak som ikke har levert regnskapsoppgave, eller hvor kvaliteten på

oppgaven er for dårlig, er ikke tatt med i statistikken. Det samme gjelder for foretak med ekstremverdier for enkelte sentrale størrelser som totalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet, egenkapitalandel og likviditetsgrad.

Statistikken bygger på opplysninger fra alminnelig næringsoppgave (resultatregnskap og balanse) og opplysninger i Det sentrale bedrifts- og foretaksregisteret i Statistisk sentralbyrå (næringsområde, eierform og sysselsettingsgruppe) per 31.12.1991. Regnskapsoppgavene er hentet inn direkte fra likningskontorene etter tillatelse fra Finansdepartementet. For 1991 har vi mottatt regnskapskjema for 821 foretak. Både for perioden 1983–1990 og for 1992 er antallet mottatte skjemaer noe lavere. Dette kan skyldes at foretak er blitt både opprettet og nedlagt i løpet av det aktuelle tidsrommet. Fra til sammen 896 foretak er det innkommet skjema for ett eller flere år. Dette tilsvarer en svarprosent på 89,5.

Regnskapsstatistikken omfatter resultatregnskap, balanse, nøkkeltall og bagrunnstell. Statistikken gjør det mulig å sammenlikne foretak over tid, på tvers av bransjer, eierformer, landsdel og størrelse. Deskriptiv statistikk og hovedresultater fra regskapsdatabasen er presentert i Kvinge og Langeland (1995).

Spesielle problemer ved innsamling og tilrettelegging av data

Til sammen er 6010 regnskapsskjemaer samlet inn og tilrettelagt for statistisk analyse. Det har vært et meget omfattende og møysommelig arbeid å samle inn et så stort datamateriale. Mange av regnskapsoppgavene viste seg også å inneholde feil som fortegnsfeil, summeringsfeil og utelatte beløp i balansen. For å sikre kvaliteten på datamaterialet har det derfor vært nødvendig med et stort og meget tidkrevende opprettingsarbeid. Det er et meget stort løft å samle inn et så omfattende datamateriale innenfor rammen av et prosjekt. Men det har vært nødvendig for å kunne belyse den økonomiske situasjonen i småforetakene. Fram til 1991 omfattet Statistisk sentralbyrås regnskapsstatistikk kun industriforetak med minst 50 sysselsatte, og etter den tid dekker statistikken industriforetak med minst 100 sysselsatte. Det innebærer at finansielle opplysninger for nærmere 98 prosent av industriforetakene ikke er lett tilgjengelig (NOS Industristatistikk 1992).

Spørreskjemaundersøkelsen

Spørreskjemaundersøkelsen ble gjennomført som en postenquôte våren/sommeren 1993 til de samme 1001 foretakene som vi samlet inn regnskapsopplysninger fra. Svarprosenten er 55. Omfattende statistiske tester tyder på at det ikke er noe systematisk frafall, med hensyn til verken næringsområde, landsdel, størrelse, eierform eller kombinasjoner av disse faktorene. Datamaterialets representativitet regnes derfor som tilfredsstillende.

Spørreskjemaundersøkelsen omfatter opplysninger om eierinteresser, juridisk status, produksjon, markedsituasjon, finansiering, finansieringsproblemer, beskatning, oppkjøp, styring og ledelse. Dokumentasjon og hovedresultater er presentert av Flaa (1995).

1.3 Rapportens disposisjon og innhold

Rapporten er inndelt i tre hoveddeler. I første del drøftes småforetakenes betydning for industriell fornyelse og sysselsetting, det vil si nyetableringer og innovasjon (kapittel 2). I del to behandles kapitalmarkedsteori, spørsmål om finansiering av foretak og finansieringsproblemer (kapittel 3 og 4). I del tre analyseres lønnsomhet og soliditet med fokus på avkastning og kapitalstruktur i små versus store industriforetak, og i norske småforetak versus svenske småforetak (kapittel 5 og 6). Hovedfunn og konklusjoner er gjengitt i kapittel 7.

I kapittel 2 drøftes småforetakenes betydning for industriell fornyelse og sysselsetting med vekt på nyetablering og nedlegging samt årsaker til vekst og mulige vekstterskler. Småforetak er ikke noe entydig begrep, og definisjonene er mange. Et foretaks størrelse kan defineres etter antall ansatte, etter omsetning og markedsandel, etter juridisk status og etter eier- eller lederstruktur. Som oftest brukes antall ansatte, og en vanlig definisjon på småforetak i internasjonal litteratur er foretak med inntil 200 ansatte. I Norge regnes gjerne små og mellomstore foretak som foretak med under 100 ansatte.

Foretakene i FAFOs utvalg omfatter industriforetak i ulike bransjer med under 50 ansatte. Hovedtyngden av foretakene har færre enn fem ansatte og under fem millioner kroner i driftsinntekter. Flertallet av foretakene har også lite utviklede styringsverktøy i form av virksomhets- eller langtidsplaner. Ledernes tidsbruk går i hovedsak til kundekontakt og produktutvikling, mens lite tid brukes til økonomistyring og markedsføring. Daglig leder er eeneier i over halvparten av foretakene, og eeneier eller medeier i hele ni av ti foretak. Dette er kjennetegn ved småforetak som samsvarer med beskrivelser i internasjonal litteratur.

En rekke studier viser til at småforetak står for en stor og voksende andel av produksjonen i alle industriland, særlig innenfor servicenæringene. Blant årsakene til småforetakenes økte betydning nevnes nye måter å organisere produksjonen på, endringer i ledelse og ny teknologi. I flere av studiene framheves det også at småforetak spiller en viktig rolle for sysselsetting og innovasjon i næringslivet. Småforetak er imidlertid en meget sammensatt gruppe som omfatter alt fra levebrødsforetak med ett enkelt produkt til avanserte høyteknologiske foretak med et diversifisert produktspekter.

Stabil vekst og sysselsetting er avhengig av at det skjer en kontinuerlig fornyelse gjennom nyetableringer eller ekspansjon av eksisterende foretak. Småforetakenes betydning for vekst og sysselsetting er avhengig av deres

evne til overlevelse og vekst. I Norge var det en sterk vekst i antall nyetableringer i industrien i perioden 1980–1988, og en markert tilbakegang i tidsrommet 1988–1991. Nyetableringene har ikke klart å kompensere for bortfallet av arbeidsplasser i industrien. I perioden 1980–1990 forsvant om lag 90 000 årsverk, mens nyetableringene i den samme perioden utgjorde i overkant av 46 000 ved utgangen av 1990.

Den negative trenden i sysselsettingen i norsk industri skyldes frafall av mellomstore og store bedrifter. Innen industrien har det dermed vært en klar vridning over mot små bedrifter. I 1992 svarte bedrifter med under 50 ansatte for om lag 90 prosent av bedriftsmassen, 35 prosent av sysselsettingen og i overkant av 30 prosent av bearbeidingsverdien og bruttoproduksjonsverdien i industrien.

Om lag halvparten av de nyetablerte foretakene avvikles de første 5–6 årene, og de fleste småforetak som etableres, er og forblir små. Noen få foretak svarer for hovedtyngden av sysselsettingsveksten. Den gjennomsnittlige sysselsettingen for norske industribedrifter etablert i tidsrommet 1980–1990 var 5 årsverk ved utgangen av 1990. Blant de viktigste vekstersklene for småforetak nevnes begrenset produksjonskapasitet, små lokale og regionale markeder, manglende vekstincitament hos eieren, krav til spesialisering i større organisasjoner, manglende lederkompetanse og svak kapitalstruktur.

Finansieringsspørsmål er temaet for kapittel 3 og 4. I kapittel 3 drøftes finansiering av foretak med utgangspunkt i kapitalmarkedsteori. Finansiering og investering er to sider ved økonomisk aktivitet, og gjennom kapitalmarkedene koples den finansielle siden av økonomien sammen med realøkonomien. Kapitalmarkedenes viktigste funksjoner er å tilføre foretakene kapital i form av egenkapital og lånekapital, spre og fordele risiko blant økonomiske aktører, gi signaler til ledelsen i investeringsbeslutninger og utøve kontroll over kapitalen gjennom finansiell markedsdisiplin og ved utøvelse av eierrettigheter.

Effektive kapitalmarkeder er av avgjørende betydning for den realøkonomiske utviklingen, det vil si for investeringer, produksjon og sysselsetting. I perfekte markeder skal et foretaks verdi ikke påvirkes av hvordan investeringene er finansiert. Imperfekte kapitalmarkeder innebærer imidlertid at det ikke er mulig å separere finansierings- og investeringsbeslutninger. Det finnes en rekke transaksjonskostnader og reguleringer samt mangelfull og ulikt fordelt informasjon som kan medføre problemer med å finansiere ulike investeringer. Långiveren er ikke alltid like godt orientert om investeringsprosjektene som låntakeren, og ledelsen kan ha problemer med å dokumentere at foretaket forvalter den investerte kapitalen på en fornuftig måte. Kapitalmarkedene kan imidlertid være effektive uten å være perfekte, det vil si at de reflekterer all tilgjengelig og relevant informasjon, slik at når eiendeler handles, er prisene mest mulig nøyaktige signaler for kapitalallokeringen.

En optimal blanding av egenkapital- og gjeldsfinansiering antas å gi de riktige incentiver til foretaksledelsens innsats og risikovilje til investeringer. Hva som utgjør det optimale forholdet mellom gjeld og egenkapital i finansieringen av et foretak, er imidlertid vanskelig å fastslå. Det er en rekke kostnader og gevinster knyttet til bruk av så vel lånekapital som ekstern egenkapital. På grunn av imperfeksjoner i kapitalmarkedene er kostnadene høyere ved ekstern kapitaltilførsel enn ved tilbakeholdt overskudd. Kostnadene antas å være særlig tunge å bære for småforetak og nyetablerte foretak. Full selvfinansiering kan redusere mange av kostnadene, men likviditetsskanker gjør at de fleste foretakene er avhengige av kapitaltilførsel fra kreditorer og eksterne investorer for å kunne foreta nødvendige investeringer.

Foretakenes finansieringsmønster er i hovedtrekk det samme i Norge som i andre OECD-land. Tilbakeholdt overskudd er foretakenes viktigste kilde til finansiering av investeringer. Deretter kommer lån, mens ekstern egenkapital som oftest utgjør en ubetydelig finansieringskilde.

I kapittel 4 drøftes finansiering av småforetak. Det er en utbredt antakelse at små og nyetablerte foretak har begrenset adgang til ordinære låne- og egenkapitalmarkeder, og at de ofte er henvist til å operere i spesielt segmenterte og imperfekte markeder. Kostnadene knyttet til ekstern kapitaltilførsel antas å være særlig store for små og nyetablerte foretak. Finansieringsproblemene er vanligvis størst i etableringsfasen, hvor lønnsomheten er dårlig og kredittverdigheten lav. I senere faser, hvor lønnsomheten er bedre og kundekretsen større, vil også tilgangen på kapital være et mindre problem.

Disse antakelsene bekreftes i en rekke studier som viser at småforetak sjelden oppnår langsiktige lån og egenkapital i tradisjonelle finansmarkeder, men må ty til kortsiktige kreditter og ekstern egenkapital fra uformelle investorer (egen formue, familie og venner) for å finansiere sine investeringer. Finansieringsproblemene er særlig påtrengende i start- eller etableringsfasen, hvor også akutte likviditetsproblemer kan true driften. I senere faser kan venture-kapital og offentlige låne- og tilskuddsordninger spille en viss rolle. Tilbakeholdt overskudd er vanligvis en helt avgjørende egenkapitalkilde for småforetak, men svak inntjening begrenser ofte muligheten for å bygge opp egenkapital.

Resultatene fra vår undersøkelse av finansiering av små industriforetak er dels avvikende og dels sammenfallende med det antatte bildet. FAFOs spørreundersøkelse viser at vel halvparten av foretakene har foretatt investeringer i tidsrommet 1990–1992, og at tilbakeholdt overskudd og pantelån utgjør småforetakenes viktigste finansieringskilder. Det kan tolkes som at foretakene i hovedsak bruker langsiktige midler til å finansiere sine realinvesteringer. Resultatene fra spørreundersøkelsen er i samsvar med regnskapstallene for tilførsel og bruk av kapital. I perioden 1984–1991 er selvfinansieringsgraden meget høy i små industriforetak, faktisk over 90 prosent. Andelen av egenkapital tilført utenfra er derimot negativ. Dette er

trolig et utrykk for at foretak går med underskudd og tærer på egenkapitalen. Det eksterne egenkapitalmarkedet spiller som forventet en helt ubetydelig rolle i finansieringen av småforetakene, mens midler fra uformelle investorer er nesten helt fraværende. Det siste resultatet avviker fra det en kunne forvente å finne.

Det synes å være liten variasjon i finansieringsmønsteret mellom ulike foretak. Kun for offentlige låne- og tilskuddsordninger er det en viss forskjell etter landsdel og størrelse. Offentlige finansieringsordninger benyttes mest av foretak i Nord-Norge og av de største småforetakene (20–49 ansatte). Svært få av de minste foretakene (0–5 ansatte) benytter offentlige låne- og tilskuddsordninger. Det kan skyldes at de minste småforetakene mangler ressurser til å gjøre seg kjent med og søke om offentlig finansiering (informasjonsproblem), eller det kan skyldes risikovegning fra de offentlige institusjonene for låne- og egenkapital (seleksjonsproblem).

Mest overraskende er det at hele to tredeler av foretakene som har investert i perioden 1990–1992, rapporterer om ikke å ha hatt noen problemer med å finansiere sine investeringer. Det kan skyldes at investeringene har vært lite kapitalkrevende, at foretakene har hatt tilgang på billig kapital eller at mange har unnlatt å investere på grunn av kapitalmangel. Kun flere undersøkelser av ulike næringer og over forskjellige tidsperioder kan gi svar på dette. Resultatene indikerer heller ingen forskjeller mellom foretak etter kjennetegn som størrelse, landsdel, eierform eller etableringsår når det gjelder finansieringsproblemer. Blant foretak som har finansieringsproblemer nevnes mangel på egenkapital, lav lønnsomhet og usikre markedsutsikter som de viktigste årsakene. Analysen viser også at foretak med finansieringsproblemer har lav soliditet og mye kortsiktig gjeld.

I kapittel 5 analyseres lønnsomhet og soliditet i små industriforetak. Analysen tar utgangspunkt i kapitalmarkedsteori og baseres på egne innsamlede regnskapsdata for små industriforetak.

Som vi tidligere har vært inne på, er småforetak en heterogen gruppe. I tillegg til å beskrive spredningen i datamaterialet, rapporterer vi nøkkeltall særskilt for de aller minste foretakene med inntil 5 millioner i driftsinntekter. Regnskapsdata for større småforetak (det vil si foretak med mer enn 5 millioner i driftsinntekter) sammenliknes med Statistisk sentralbyrås regnskapsdata for store foretak.

Gruppen småforetak omfatter både relativt nyetablerte virksomheter, levebrødsforetak og etablerte foretak med vekstpotensial. Nyetablerte foretak kan ha problemer med å oppnå tilstrekkelig lønnsomhet til deres produkter er kjent i markedet. Lav lønnsomhet gjør det vanskelig å bygge opp egenkapital ved hjelp av tilbakeholdt overskudd. På grunn av ufullkommen informasjon kan det også i en oppbyggingsfase være problematisk å få finansiert investeringer med langsiktig kapital fra eksterne kilder. Vi forventer dermed at nyetablerte foretak i stor grad må finansiere seg ved hjelp av kortsiktig gjeld.

I levebrødsforetak, der eieren eller eierens familie driver virksomheten, er det i praksis liten forskjell mellom arbeidsgodtgjøring og driftsresultat. Er den ene summen høy, blir den andre lav, og uansett går begge deler til eieren. Hva som posteres som henholdsvis arbeidsgodtgjøring og kapitalgodtgjørelse kan dessuten være påvirket av skattereglene. Når finanskostnadene er høyere enn finansinntektene, bør imidlertid driftsresultatet være stort nok til å dekke det finansielle underskuddet.

Etablerte foretak som har vist hva de er gode for, skulle ikke ha noen særlige problemer med ekstern finansiering. For småforetak gjelder det imidlertid generelt at det er relativt dyrt å hente inn egenkapital gjennom nyemittering av aksjer. Dessuten er en høy andel av foretakene omfattet av vårt datamateriale, relativt nyetablerte.

Ut fra kapitalmarkedsteorien og det som er sagt ovenfor, forventer vi derfor å finne at småforetak i tillegg til relativt høy andel kortsiktig gjeld har relativt lav egenkapitalandel og relativt høye finansieringskostnader sammenliknet med store foretak.

Det finnes ulike mål på lønnsomhet. De målene som er brukt i denne rapporten, er driftsresultat i prosent av driftsinntekter, totalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet.

Spredningen er stor etter alle de tre målene, og det viser seg at det er de aller minste foretakene som gjennomsnittlig har høyest driftsresultat som andel av driftsinntekter og høyest totalrentabilitet. Dette har to årsaker. For det første har de aller minste småforetakene relativt høyt driftsresultat og relativt lave lønnskostnader sammenliknet med større foretak. For det andre har småforetak relativt lite totalkapital i forhold til driftsinntekter. Relativt lave lønnskostnader og relativt høyt driftsresultat som andel av driftsinntekter kan, som vi tidligere var inne på, ha sammenheng med at det er sammenfall mellom eier(e) og ansatt(e).

Av småforetak med negativ egenkapitalrentabilitet hører i gjennomsnitt for perioden 1983–1992 nesten tre av fire foretak til de aller minste. Når egenkapitalen er negativ, er ikke driftsresultatet stort nok til å dekke et finansielt underskudd.

Større småforetak (det vil si småforetak med mer enn 5 millioner kroner i driftsinntekter) har et noe lavere driftsresultat som andel av driftsinntekter enn store foretak omfattet av Statistisk sentralbyrås regnskapsstatistikk. Forskjellene er imidlertid små og kan skyldes tilfeldigheter.

Det er generelt stor forskjell mellom småforetak og store foretak når det gjelder det finansielle resultatet. Småforetak har delvis mye lavere finansinntekter som andel av driftsinntekter enn store foretak. Dette medfører at resultatet før ekstraordinære poster som andel av driftsresultatet er betydelig høyere i de store foretakene.

Når totalrentabiliteten likevel blir omtrent den samme og egenkapitalrentabiliteten blir høyere i større småforetak enn i store foretak, skyldes dette igjen at småforetakene har relativt lite kapital å forrente.

Som en første oppsummering kan vi dermed slå fast at på driftssiden er småforetak fullt på høyde med store foretak hva resultatene angår. Småforetak har imidlertid på grunn av små finansinntekter relativt dårligere resultat før ekstraordinære poster enn store foretak. Gjennomsnittlig er totalrentabiliteten i småforetak høyere enn gjeldsrenten, men lavere enn renten på statsobligasjoner pluss et driftsrisikotillegg på seks prosentpoeng.

Småforetak har en betydelig lavere egenandel og en høyere andel kortsiktig gjeld enn store foretak. Det kan synes som om småforetak er inne i en «ond sirkel», idet driftsresultatet går med til å dekke finanskostnader. Det blir dermed lite overskudd igjen til å bygge opp egenkapitalen, noe som medfører at investeringer i neste omgang finansieres ved hjelp av kortsiktige lån osv.

Med en relativt høy gjeldsandel ville en forvente at småforetakene har høyere finanskostnader som andel av driftsinntekter enn store foretak. Når det gjelder de aller minste småforetakene, er dette også tilfellet. Det viser seg imidlertid at større småforetak har lavere finanskostnader som andel av driftsinntekter enn store foretak. Dette kan for det første skyldes at småforetak generelt har lavere total kapital og dermed også lavere gjeld som andel av driftsinntekter. For det andre kan det skyldes at småforetak har gunstigere låneordninger enn store foretak.

Ved å dividere finanskostnader med samlet gjeld er det beregnet en gjennomsnittlig gjeldsrente. Denne gjeldsrenten er på omtrent samme nivå for større småforetak (småforetak med mer enn 5 millioner kroner i driftsinntekter) og store foretak (foretak med 50 eller flere ansatte) i perioden 1987–1992, mens den var noe høyere for de aller minste småforetakene. I alle tilfellene lå den gjennomsnittlige gjeldsrenten godt under statsobligasjonsrenten, slik at det kan synes som om norsk industri generelt hadde gode lånevilkår i det aktuelle tidsrommet.

FAFOs spørreundersøkelse viser at det er de største småforetakene som hyppigst benytter offentlige finansieringsordninger. En mulig høyere rente på grunn av en høyere andel kortsiktig gjeld i større småforetak motsvares dermed eventuelt av en lavere, subsidiert rente på den langsiktige gjelden gjennom offentlige institusjoner. I de aller minste småforetakene synes det imidlertid som den høye andelen kortsiktig gjeld gir seg utslag i høyere rente.

I kapittel 6 beskrives utvalgte nøkkeltall (resultat, avkastning og soliditet) i små norske og svenske industriforetak i perioden 1990–1992. De minste foretakene er tatt ut, slik at sammenlikningen kun omfatter foretak med 20–49 ansatte. Nøkkeltallene er presentert i form av median og kvartiler. Det er en styrkefaktor å være i den øvre kvartilen og en svakhetsfaktor å befinne seg i den nedre kvartilen. Det er en rekke problemer forbundet med å sammenlikne på tvers av land. En må derfor være varsom når en tolker resultatene.

Det er relativt små forskjeller mellom norske og svenske småforetak når en måler lønnsomhet eller verdiskaping som driftsresultatet i prosent av

driftsinntekter. De norske foretakene synes å ha hatt en noe mer positiv utvikling enn de svenske i perioden 1990–1992. De klare forskjellene finner en imidlertid mellom sterke og svake foretak innen hvert land. Tendensen er den samme for overskuddsprosenten, mens det kan se ut som om arbeidskraftkostnadene ligger noe høyere i norske enn i svenske småforetak. Forskjellene er imidlertid små og tallene usikre. Også her går de store forskjellene mellom sterke og svake foretak innen hvert av landene.

Det er liten forskjell i totalrentabiliteten i norske og svenske småforetak i perioden 1990–1992, tallene indikerer imidlertid en svakt fallende lønnsomhet i svensk småindustri. Men også her er det variasjonen mellom sterke og svake foretak innenfor det enkelte land som er særlig merkbar. De svakeste foretakene i begge land sliter med dårlig lønnsomhet. Det er kun den beste fjerdedelen av foretakene som har en totalrentabilitet som ligger godt over den gjennomsnittlige gjeldsrenten i perioden 1990–1992.

Det er noe større variasjon i egenkapitalrentabiliteten mellom norske og svenske småforetak. Vi registrerer en negativ utvikling for de svenske foretakene i hele perioden, særlig er det tilfellet for foretakene i nedre kvartil. Avkastningen på egenkapitalen kan imidlertid svinge sterkt fra år til år, så det er vanskelig å vite hvor mye vekt en skal tillegge tall for et så kort tidsrom som 1990–1992. Sammenfattende er det relativt små forskjeller for de fleste nøkkeltallene mellom norske og svenske foretak innenfor de ulike verdiene. De klare forskjellene går mellom sterke og svake foretak i de respektive land. Analysen viser imidlertid at en relativt stor andel småforetak i begge land står utsatt til. Avkastningen er lav, gjeldsbelastningen stor, betalingsevnen liten og soliditeten svak.

I kapittel 7 oppsummeres første hovedfunn, deretter drøftes hva som kan gjøres for at kapitalmarkedene kan bli mer effektive for finansiering av småforetak og hvordan småforetakene selv kan forbedres. Småforetak er en meget sammensatt gruppe foretak, som omfatter alt fra rene levebrødsforetak til avanserte høyteknologiske foretak. Det er store forskjeller mellom småforetakene etter produktspekter og markedsprofil, organisasjons- og eierform, teknologibruk og lederstil. Småforetak skiller seg fra store foretak ved at de har begrensede ressurser i form av kapital og arbeidskraft, teknologi og markedsrett. De opererer ofte i usikre omgivelser og har periodevis høy forretningsmessig og finansiell risiko.

Eieren/lederen har vanligvis en dominerende stilling i småforetakene. Foretakenes vekst forklares ofte med referanse til entreprenørens motivasjon og bakgrunn. Når veksten uteblir eller småforetak mislykkes, kan det ofte tilbakeføres til svakheter i ledelse og organisasjon og mangel på økonomiske styringssystemer i foretaket. En næringspolitikk med småforetaks-perspektiv må derfor rette oppmerksomheten mot hvordan en kan stimulere utvikling av denne typen kompetanse i foretakene. Her er det mulig å tenke seg et bredt spekter av offentlige virkemidler som innovasjonsfremmende infrastrukturer, utviklings- og produksjonsmiljøer, teknologiparker

og sentra for bedriftsrådgivning og konsulenttenester (OECD 1993). Småforetakene kan også ha problemer med å finansiere sine investeringer.

Finansieringsproblemene kan skyldes tilbudssidesvikt eller etterspørselsvikt i kapitalmarkedene. Det siste kan oppstå fordi småforetakene ikke har god nok kunnskap om hvilke finansieringsmuligheter som finnes. Tilbudssidesvikt inntreffer som en følge av at skatter, transaksjonskostnader og informasjonskostnader fører til rasjonering av kapital.

Høyrisikoforetak antas å ha problemer med å finansiere seg i det ordinære kapitalmarkedet. Dette kan være relativt nyetablerte bedrifter og foretak som investerer i ny teknologi, og hvor kapitalen i stor grad består av «know how» og annen immateriell kapital. Slike vekstforetak utgjør sannsynligvis bare en liten, men viktig, del av småforetakene, og investeringene her kan generere ny kunnskap som kommer et industrielt miljø til gode. For å oppmuntre til denne typen investeringer, kan en tenke seg ulike statlige støtteordninger.

Statlige tiltak for å bedre kapitaltilgangen til småforetak må vurderes ut fra to hensyn: For det første synes relativt mange foretak å være fanget i en «ond sirkel» med mye kortsiktig gjeld og lite egenkapital. For det andre er det trolig få foretak som er utsatt for rasjonering i kapitalmarkedet dersom denne sirkelen brytes. Dette kan imidlertid være nettopp de mest innovative vekstforetakene som det er ønskelig å stimulere, fordi disse har størst betydning for sysselsetting og nyskaping.

Kapittel 2

Småforetak, nyetableringer og innovasjon

2.1 Innledning

Småforetakenes betydning for økonomisk utvikling er drøftet og analysert i en rekke internasjonale og nasjonale studier de siste årene (Brock og Evans 1986, Sengenberger m.fl. 1990, Eliasson 1991, Braunerhjelm og Carlsson 1993, SOU 1993:16, Bilagedel 2, Storey og Johnson 1987, Storey 1994, Boye og Kinserdal 1992, Kristiansen 1992, Rynning 1990, Osland 1991). De fleste studiene konkluderer med at småforetakene står for en stor og voksende del av produksjonen i alle industriland, særlig innenfor servicenæringene. I flere av studiene framheves det også at småforetakene spiller en viktig rolle for sysselsetting og innovasjon. Småforetakene svarer for en stor og økende andel av veksten i sysselsettingen i flere land, og nyetableringer og nedlegginger bidrar til å skape en nødvendig dynamikk og omstilling i næringslivet.

Framstillingen i kapitlet er som følger: I del 2.2 drøftes ulike definisjoner av småforetak. I del 2.3 refereres kort noen internasjonale studier om småforetak. Del 2.4 gir en nærmere oversikt over nasjonale studier om småforetak. Først beskrives sentrale utviklingstrekk i norsk industri, deretter vises hovedtendenser i nyetableringer og nedleggelse, og til slutt drøftes småforetakenes økonomiske situasjon. I del 2.5 skisseres noen mulige forklaringer på veksten i antall småforetak. I del 2.6 rettes søkelyset mot ulike vekstterskler småforetak kan støte på.

2.2 Hva er småforetak?

Småforetak er ikke noe klart begrep, og det finnes flere ulike definisjoner. Et foretaks størrelse defineres gjerne etter antall ansatte, etter omsetning og markedsandel, etter juridisk status eller etter eier- og lederstruktur. Som

oftest brukes antall ansatte, og en vanlig definisjon på småforetak er foretak med opp til 200 ansatte. Det innebærer at nesten samtlige norske industriforetak (98,1 prosent) defineres som småforetak.¹ Småforetak blir etter denne definisjonen en meget sammensatt gruppe.

EUs definisjon av småforetak omfatter foretak mellom 10 og 100 ansatte, mens foretak med færre enn 10 ansatte defineres som mikroforetak. Hele 93 prosent av foretakene i EU har 9 eller færre ansatte. I Norge utgjør mikroforetakene 92 prosent av foretakene, mens nær to tredeler av alle norske industriforetak tilhører denne kategorien (NOS Industristatistikk 1992, *Ukens statistikk* 35/94). I Stortingsmelding nr. 22 (1977-1978) og i Boye og Kinserdal (1992) defineres små bedrifter som bedrifter med under 20 ansatte, mellomstore som bedrifter med mellom 20 og 99 ansatte og store som bedrifter med over 100 ansatte. Vårt datamateriale omfatter kun industriforetak med færre enn 50 ansatte. Langt de fleste av foretakene i utvalget har færre enn 20 ansatte (92,4 prosent), og tilhører dermed gruppen småforetak. Tabell 2.1 gir en oversikt over bedriftsstørrelser i ulike land, mens foretakene i vårt utvalg fordelt etter størrelse er gjengitt i figur 2.1.

Tabell 2.1 *Definisjon av bedriftsstørrelser i ulike land*

	Små bedrifter	Mellomstore bedrifter	Store bedrifter
Belgia	1–50	51–200	Over 200
Danmark	1–50	51–200	Over 200
Finland	1–50	51–200	Over 200
Frankrike	1–49	50–500	Over 500
Irland	1–49	50–200	Over 200
Japan	1–49	50–500	Over 500
Norge	1–20	21–100	Over 100
Sveits	1–20	21–100	Over 100
Sverige	1–50	51–200	Over 200
Storbritannia	1–50	51–200	Over 200
Tyskland	1–49	51–500	Over 500
USA	1–250		
Østerrike	1–9	10–100	Over 100

Kilde: Boye og Kinserdal (1992:6)

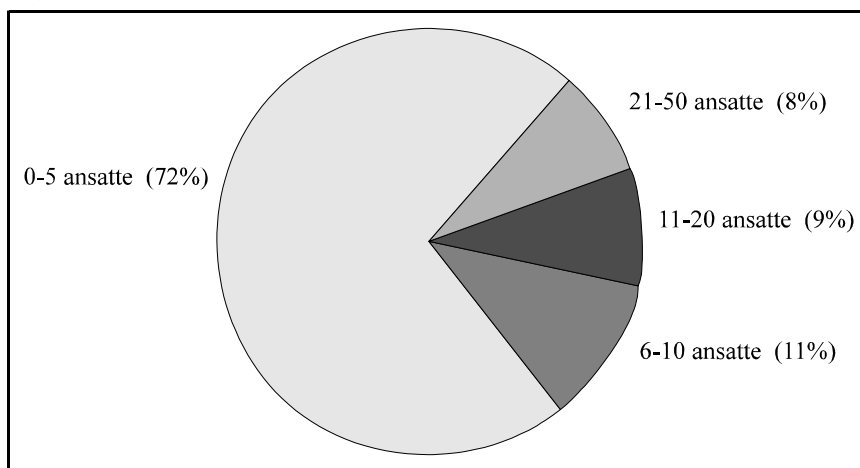
¹ Tallet er beregnet på grunnlag av NOS Industristatistikk 1992. Enmannsbedrifter og en del andre små bedrifter er holdt utenfor den årlige industristatistikken. Fra 1989-årgangen er bedrifter med sysselsetting mindre enn et halvt årsverk holdt utenom. Andelen bedrifter med under 200 sysselsatte er derfor i realiteten høyere enn 98,1 prosent.

Småforetak er som nevnt en meget heterogen gruppe foretak. Gruppen omfatter alt fra levebrødsforetak med ett enkelt produkt til avanserte høyteknologiske foretak med et diversifisert produktspekter. Størrelse og omsetning sier ofte lite om hva som skiller små foretak fra store foretak. Det er snarere praktiske avgrensninger enn teoretiske begrunnelser som ligger til grunn for inndeling i ulike foretaksgrupper. van Horn (1979) går mer kvalitativt til verks og stiller opp følgende fem spesifikke kjennetegn ved små foretak (hentet fra Vatne 1993:11):

1. Et relativt begrenset antall oppgaver/funksjoner i organisasjonen i form av produkter, teknologi eller kunnskap
2. Relativt begrensede ressurser og kapasitet i organisasjonen i form av kapital og arbeidskraft
3. Lite utviklede administrative systemer, administrative prosedyrer og teknikker som er nødvendig for å evaluere og kontrollere foretakets strategiske posisjon
4. Lederstilen er gjerne usystematisk og lederens erfaring er mer basert på uformell læring
5. Grunnleggeren selv eller en slektning besitter en viktig posisjon i toppledelsen og eier gjerne i tillegg majoriteten av aksjene

FAFOs spørreundersøkelse viser at dette er kjennetegn som også passer for foretakene i vårt utvalg. Hovedtyngden av foretakene har begrensede ressurser i form av kapital og arbeidskraft, om lag to tredeler av foretakene har færre enn fem ansatte, jf. figur 2.1. Foretakene har også lite utviklede styringsverktøy – to av tre foretak har ingen virksomhetsplan, langtidsplan eller bedriftsstrategi. Ledernes tidsbruk går i hovedsak til kundekontakt og produktutvikling, lite tid brukes til økonomistyring og markedsføring. Eier og leder er også ofte samme person i småforetak. FAFOs spørreundersøkelse viser at i ni av ti foretak er daglig leder eier eller medeier, og i mer enn halvparten av foretakene er daglig leder eneier.

Figur 2.1 Foretak etter størrelse i FAFOs utvalg. N=525



Kilde: FAFOs spørreundersøkelse 1993

Landstrøm (1988) velger en noe annen tilnærming enn van Horn, og deler småforetakene inn i fire kategorier etter størrelse og vekstpotensial, jf. tabell 2.2. Levebrødsforetak eller hobbyforetak er små foretak med få eller ingen ansatte utenom eier. Denne typen foretak ønsker ikke å vokse, eller de har begrensede vekstmuligheter, ettersom både marked og kundekrets er begrensede. Utviklingsforetak er små foretak, men med høy veksttakt og gode markedsmuligheter. Høyteknologiske foretak tilhører gjerne denne kategorien. Modne foretak har et formalisert administrativt system med høy grad av ansvarsdelegering. De produserer egne utviklede produkter og er gjerne underleverandører til store foretak. Framgangsforetak vokser raskt og nærmer seg grensen for hva som kan kalles småforetak. De finnes i alle bransjer, men særlig i teknisk-intensive bransjer og de produserer ferdigutviklede produkter.

Tabell 2.2 Ulike kategorier småforetak etter størrelse og vekstpotensial

		Størrelse	
		Små	Store
Vekstpotensial	Lavt	Levebrødsforetak	Modne foretak
	Høyt	Utviklingsforetak	Framgangsforetak

Kilde: Landstrøm 1988, gjengitt i Boye og Kinserdal 1992

2.3 Internasjonale studier av småforetak

Det finnes en rekke internasjonale studier om småforetak. Her refereres bare noen få (Sengenberger, Loveman og Piore 1990, SOU 1993:16, Bilagedel 2 og Storey 1987 og 1994). De fleste studiene fokuserer på nyetableringer og småforetakenes betydning for sysselsetting (jobbskaping). Enkelte studier behandler også småforetakenes økonomiske situasjon; det vil si spørsmål om lønnsomhet og finansiering. Som alltid ved internasjonale og/eller komparative studier må resultater og sammenlikninger tolkes med forsiktighet. Resultatene kan variere betydelig etter hvilke data som brukes eller er tilgjengelige, og hvilke definisjoner som legges til grunn.

Storey (1987) avviser tesen om småforetakene som en effektiv jobbskaper. På bakgrunn av flere studier i Storbritannia viser han at småforetakene riktignok bidrar til vekst i sysselsettingen, men i en svært beskjeden målestokk. Småforetakenes økte relative betydning i økonomien er, ifølge Storey, snarere resultatet av svekkede makroøkonomiske betingelser og dårlige internasjonale resultater for storforetakene, enn av økt entreprenørvirksomhet. Å øke antallet småforetak i økonomien vil ikke alene redusere arbeidsløsheten. De fleste småforetak forblir små, fire prosent av småforetakene står for halvparten av jobbene som skapes i nye og små

foretak. Storey viser også til at veksten i småforetak særlig kommer i rike områder, og ikke i områder hvor arbeidsløsheten er høy. I sin studie fra 1994 konkluderer han imidlertid med at småforetakene er blitt viktigere både med hensyn til sysselsetting og verdiskaping i de senere årene (Storey 1994).

Sengenberger, Loveman og Piore (1990) rapporterer i sin studie fra flere europeiske industriland at små og mellomstore foretak svarer for en økende andel av sysselsettingen. De fleste land framviser en u-formet utvikling hvor sysselsettingsandelen i småforetak (under 100 ansatte) ble redusert fram til 1970-tallet, for deretter å vokse innover på 1980-tallet. Dette synes å være en robust trend på tvers av land og økonomiske sektorer.

Småforetakene svarer omtrent for sin andel av jobbtilveksten. Netto-tilgangen skyldes i første rekke en omfattende prosess med nyetableringer og nedlegginger blant småforetakene. Noen få foretak svarer for nesten all vekst, de fleste små starter og forblir små i hele sin levetid. Enkle mål for nyetablering og nedlegging gir heller ikke alltid noe godt bilde av reelle endringer i det totale antallet foretak. En tysk undersøkelse viser for eksempel at av et utvalg nyregistrerte foretak i 1981 og 1983, var bare halvparten genuine nyetableringer som utgjorde etablererens hovedinntektskilde. Av de resterende var om lag 25 prosent av nyetableringene resultat av overtakelser og 25 prosent foretak som ikke utgjorde etablererens hovedinntektskilde (Sengenberger, Loveman og Piore 1990:31).

En oversikt for EU viser også at småforetakenes betydning for økonomien øker, både om en ser på omsetning og sysselsetting. Dette gjelder særlig for mikroforetakene med færre enn 10 ansatte. Tall for 1988 viser at mikroforetakene svarer for en like stor andel av sysselsettingen som storforetakene med over 500 ansatte, om lag 30 prosent, og at de står for nærmere en firedel av omsetningen. Det er store variasjoner mellom de ulike land i EU, og det er særlig Italia som utmerker seg med et stort innslag av mikroforetak (SOU 1993:16, Bilagedel 2).

Davidsson m.fl. (SOU 1993:16, Bilagedel 2) hevder i sin studie fra Sverige at småforetakene har en meget viktig rolle som jobbskapere. Ved årsskiftet 1990/91 utgjorde småforetak, definert som foretak med under 200 ansatte, hele 97,7 prosent av alle svenske foretak, og de sysselsatte 63 prosent av alle yrkesaktive i næringslivet. I 1988/89 var nær halvparten (47 prosent) sysselsatt i foretak med færre enn 50 ansatte, og om lag en tredel (35 prosent) i foretak med under 20 ansatte. Sju av ti nye arbeidsplasser skapes, ifølge Davidsson m.fl. (1993), i småforetak.

Veksten i nye foretak i Sverige har vært sterkest i tjenesteytende næringer, særlig på 1980-tallet. Antallet nye industriforetak har vært relativt konstant. De fleste nye foretak er små. Over en tredel av foretakene som etableres hvert år, betegnes som hobbyforetak eller levebrødsforetak (færre enn én heltidssysselsatt, medregnet eier). De fleste småforetak forblir små. Det kan skyldes liten vekstvilje hos eier, manglende markedsføringskunnskaper, begrenset marked eller mangel på kapital.

Ifølge Davidsson m.fl. (1993) har de nye foretakene en relativt høy overlevelsesgrad. Om lag 70 prosent er fortsatt i virksomhet etter tre år. Enmannsforetakene er mest utsatt og står for en meget stor andel av konkurrene, hele 60 prosent i 1992. Studien viser at en kan skille mellom to ulike grupper av foretak: en gruppe levebrødsforetak uten vekstambisjoner, men som er betydningsfull på grunn av sitt store antall, og en liten gruppe foretak med utviklings- og vekstpotensial som betyr mye for jobbskaping og fornyelse i industrien. Fornyelsestakten i svenske små industriforetak er imidlertid generelt lav, og foretakene er sterkt orientert mot hjemmemarkedet.

2.4 Norske studier om småforetak

Boye og Kinserdal (1992) har utført en av de mest omfattende studiene av små og mellomstore bedrifter i Norge. De fokuserer på etablering, lønnsomhet og kapitalforhold på grunnlag av regnskapsdata fra flere kilder. I likhet med flere internasjonale studier konkluderer de med at små og mellomstore bedrifter også veier tyngre i norsk økonomi, målt både etter sysselsetting og etter antall bedrifter. I privat sektor er det i løpet av 1980-årene blitt flere sysselsatte i bedrifter med under 20 ansatte. I 1980 svarte disse bedriftene for 40,6 prosent av sysselsettingen i privat sektor; i 1990 var andelen økt til 47,8 prosent. I samme periode reduserte de store bedriftene med over 100 ansatte sin andel av sysselsettingen i privat sektor fra 32,4 til 26,2 prosent.

Denne forskyvningen i sysselsetting mellom bedriftsstørrelser skyldes trolig bedre overlevelsessevne i små enn i store bedrifter, jf. utviklingen for industribedrifter i tabell 2.3. Den økte sysselsettingsandelen i små bedrifter kan også skyldes strukturelle endringer i privat sektor. Overgangen fra vareproduserende til tjenesteproduserende næringer, hvor det er en større andel småbedrifter, kan gi slike utslag. Endringene kan også delvis skyldes tilfeldige og mer konjunkturbaserte svingninger (jf. avsnittet om statistisk feilslutning, side 21).

I dette avsnittet gis det først en oversikt over sentrale utviklingstrekk i norsk industri på 1970- og 80-tallet. Dette er en periode som kjennetegnes av «deindustrialisering» og økt betydning for småforetak. Dernest beskrives hovedtendenser i nyetableringer og nedleggelser, med vekt på utviklingen i industrien. Avslutningsvis skisseres småforetakenes økonomiske situasjon.

«Deindustrialisering» og økt betydning for småforetak

De siste par årtier kjennetegnes av en markert negativ trend i industri-sysselsettingen og en reduksjon i andelen industribedrifter. I tidsrommet 1970 til 1991 er sysselsettingen i industri og bergverk redusert med over 100 000 arbeidsplasser, og industriens andel av samlet sysselsetting er falt

fra 24,3 til 14,6 prosent. Fra 1981 til 1992 økte antall bedrifter som er registrert i Det sentrale foretaks- og bedriftsregisteret i Statistisk sentralbyrå med 27,6 prosent, fra snaut 154 000 til noe over 196 000 i perioden 1981–1992. I samme tidsrom ble industribedriftenes andel redusert fra 13,4 til 11,4 prosent.

Tilbakegangen skyldes i hovedsak frafall av mellomstore og store bedrifter. Andelen bedrifter med under 20 årsverk har økt fra 84,2 til 88,3 prosent det siste tiåret. Innen industrien har det dermed vært en klar vridning over mot små bedrifter. Bedrifter med under 20 sysselsatte har også økt sin andel av samlet sysselsetting i industrien fra 16,9 prosent i 1980 til 20,1 prosent i 1990. Ser vi på bedrifter med under og over 50 sysselsatte i perioden 1980 til 1992, finner vi at det har vært en tilbakegang både i antall bedrifter og i antall sysselsatte innen begge grupper.

Som det framgår av tabell 2.3, er imidlertid reduksjonen i antall bedrifter og sysselsetting klart sterkere blant de største bedriftene. I løpet av perioden 1980–1992 ble antall bedrifter med over 50 sysselsatte redusert med 26 prosent, mot 18 prosent for bedrifter med under 50 sysselsatte. I samme tidsrom forsvant nærmere 100 000 industriarbeidsplasser. I bedrifter med over 50 sysselsatte falt sysselsettingen med 31 prosent, fra 254 454 til 176 827. Tilsvarende ble sysselsettingen redusert med «bare» 18 prosent, fra 114 259 til 94 037, i bedrifter med under 50 sysselsatte. Som tabell 2.3 viser, er antall sysselsatte per bedrift i bedrifter med over 50 ansatte blitt redusert fra 175 i 1980 til 164 i 1992. I bedrifter med under 50 ansatte er antallet sysselsatte per bedrift det samme i 1980 og 1992. Det tyder på at potensialet for rasjonalisering er større i store enn i små bedrifter.

De observerte endringene skyldes ikke bare at antallet bedrifter er blitt redusert innen de to størrelsesgruppene. Bedrifter kan også ha skiftet mellom gruppene i løpet av perioden slik at noen bedrifter er blitt større og andre mindre, eller endringene kan være resultat av fusjoner og fisjoner.

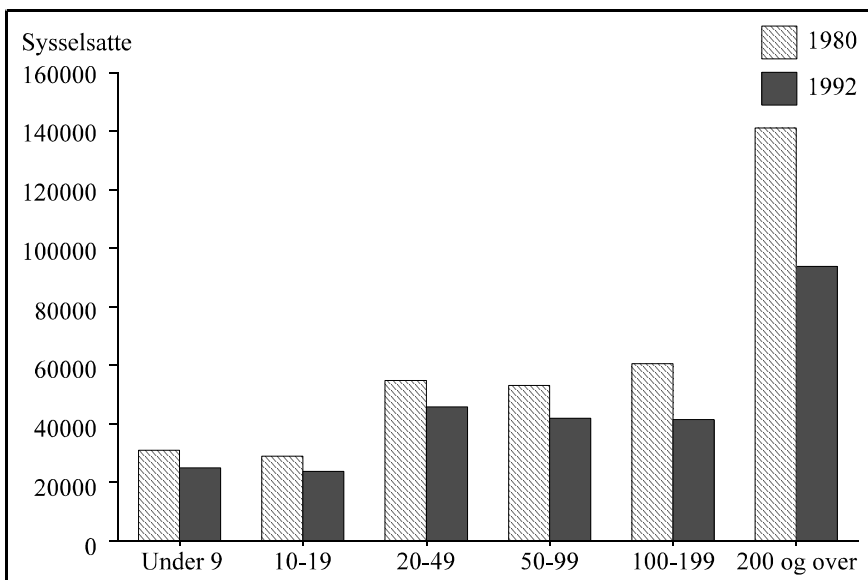
Figur 2.2 viser at reduksjonen i industrisysselsettingen i perioden 1980–1992 har vært særlig sterk i de største bedriftene. I 1980 arbeidet 141 035

Tabell 2.3 Industribedrifter og sysselsetting. Endring 1980–1992

År	Bedrifter med færre enn 50 sysselsatte		Bedrifter med flere enn 50 sysselsatte	
	1980	1992	1980	1992
Antall bedrifter	11 817	9 726	1 456	1 076
Antall sysselsatte	114 259	94 037	254 454	176 827
Sysselsatte per bedrift	10	10	175	164

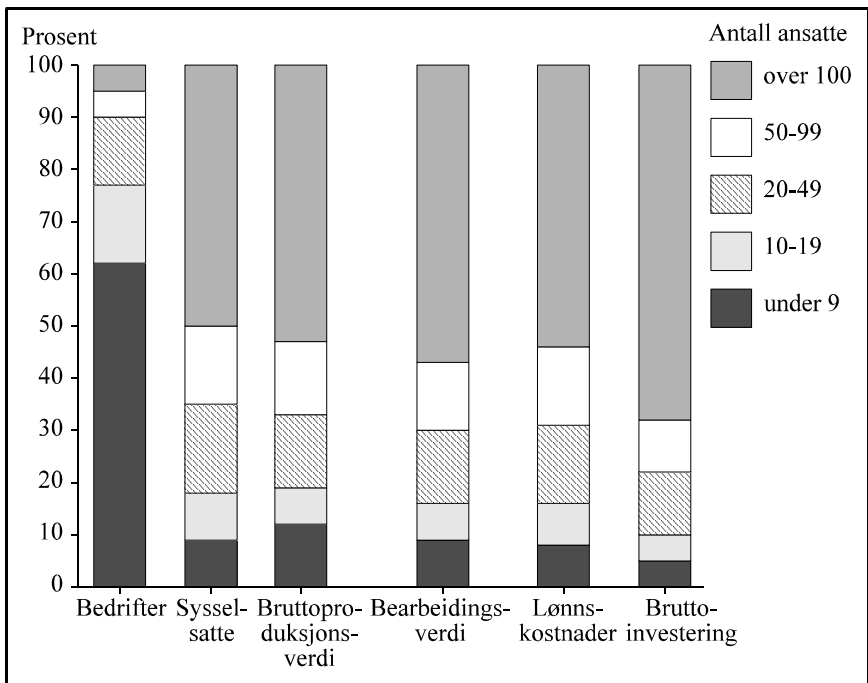
Kilde: NOS Industristatistikk

Figur 2.2 Sysselsatte i industrien i grupper, etter bedriftsstørrelse. 1980 og 1992



Kilde: NOS Industristatistikk

Figur 2.3 Hovedtall for industribedrifter etter sysselsettingsgruppe. 1992



Kilde: NOS Industristatistikk

personer i bedrifter med over 200 sysselsatte, i 1992 var antallet redusert til 93 728 personer. Dette er en reduksjon på 47 307 sysselsatte, eller 34 prosent. Blant årsakene til den sterke tilbakegangen nevnes både nedlegginger og reduksjon i eksisterende bedrifter.

De aller største industrikonsernene har imidlertid fått økt betydning både om en ser på sysselsetting og om en ser på verdiskaping. I 1975 svarte de 30 største norske industrikonsernene på verdensbasis for 30 prosent av sysselsettingen i industrien i Norge, i 1990 for godt over 50 prosent. I Norge svarer dermed konsernene for en langt større andel av sysselsettingen i norsk industri, mens antall sysselsatte i næringen har vært tilnærmet konstant. Veksten i sysselsettingen i de største industrikonsernene har i første rekke kommet i utlandet. Denne utviklingen er et uttrykk for internasjonaliseringen av norsk næringsliv (Hammervoll og Heum 1992:436).

Figur 2.3 gir et samlet bilde av hvor tungt de små bedriftene veier i norsk økonomi. Som det framgår av figuren, utgjør bedrifter med under 50 sysselsatte om lag 90 prosent av bedriftsmassen og de svarer for 35 prosent av sysselsettingen i industrien. De små bedriftene er også viktige for verdiskapingen. Bedrifter med færre enn 50 sysselsatte svarer for i overkant av 30 prosent av bearbeidingsverdien og bruttoproduksjonsverdien i industrien.

Nyetableringer – vekst og overlevelse

Nyetablering av småforetak viser til entreprenørfunksjonen i økonomien. Entreprenørene er viktige ved at de skaper nye virksomheter eller utnytter muligheter andre ikke ser. Nyetableringer og nedlegginger er avgjørende for dynamikken i økonomien. Stabil vekst og sysselsetting er avhengig av at det skjer en kontinuerlig fornyelse gjennom nyetableringer eller ekspansjon av eksisterende foretak. En stabil vekst på makronivå forutsetter dermed instabilitet på mikronivå (Eliasson 1988).

Småforetakenes betydning for vekst og sysselsetting er avhengig av deres evne til:

- a) *overlevelse*, det vil si hvor stort frafallet av foretak er de første årene etter etablering
- b) *vekst*, det vil si hvordan de foretakene som overlever, utvikler seg over tid

Boye og Kinserdal (1992) har undersøkt antall nyetableringer i perioden 1980–1992, og kartlagt utviklingen i størrelse for nyetableringene målt i antall årsverk. Undersøkelsen tar utgangspunkt i etableringer i årene 1981 og 1986 og følger utviklingen fra etableringsåret fram til 1992. Nyetableringer defineres som bedrifter som er førstegangsregistrert i Bedrifts- og foretaksregisteret. Endring av selskapsform registreres ikke som nyetablering selv om dette medfører nytt stiftelsesår for bedriften. Det skilles ikke mellom aktive og inaktive bedrifter i datamaterialet.² Først beskrives utviklingen i utvalgte næringer, deretter i industrien.

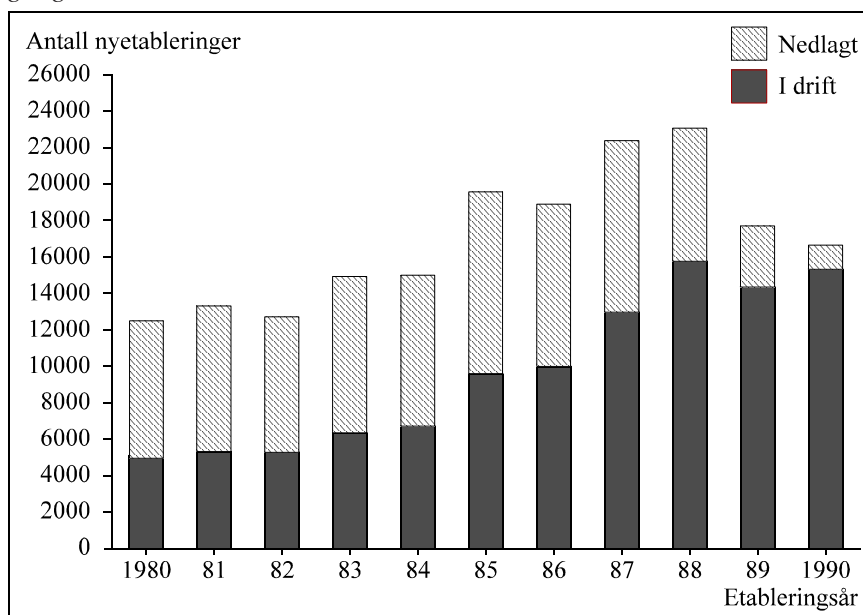
² Ifølge Boye og Kinserdal (1992:30) vil antallet aktive virksomheter være noe lavere enn antallet nyetableringer.

Nyetableringer i utvalgte næringer

Boye og Kinserdal (1992) rapporterer om en sterk vekst i antall nyetableringer fra 1980 til 1988, deretter en kraftig reduksjon fram til 1991. Figur 2.4 viser antall nyetableringer etter etableringsår og hvor mange som er i drift eller er nedlagt ved utgangen av 1992. Fra 1988 til 1991 var det en nedgang i antall nyetableringer på hele 38,5 prosent. I perioden 1985–1988 var nyetableringsfrekvensen (årlige nyetableringer i prosent av antall bedrifter) 10–12 prosent; i tidsrommet 1990–1991 sank den til 7–8 prosent. Markedssvikt og kredittinnstramminger antas å være hovedårsaken til fallet i antall nyetableringer.

Studien til Boye og Kinserdal (1992) viser at nyetablerte bedrifter i hovedsak forblir små. Gjennomsnittlig sysselsetting for bedrifter etablert i perioden 1980–1990 er 2,8 årsverk ved utgangen av perioden. Veksten skjer de første 5–6 årene etter etablering. Snaut 40 prosent av bedriftene som ble etablert 1980–1982 er fortsatt i drift i 1992. Rundt halvparten av de nyetablerte bedriftene avvikles de første 5–6 årene.

Figur 2.4 Nyetableringer i utvalgte næringer. I drift eller nedlagt ved utgangen av 1992

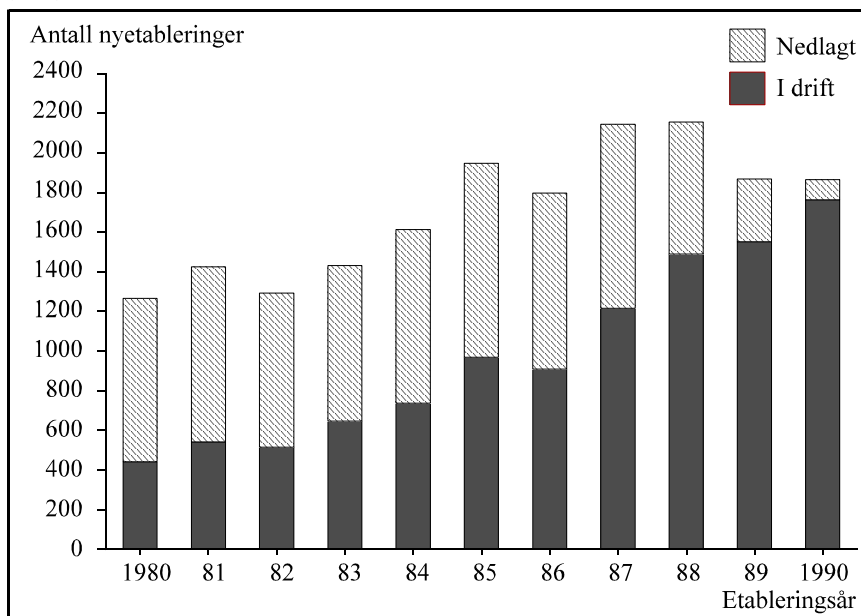


Kilde: Boye og Kinserdal (1992:31)

Nyetableringer i industrinæringen

Som det framgår av figur 2.5, har det vært en parallell utvikling i industrien og i privat sektor generelt. En sterk vekst i tidsrommet 1980–1988 ble avløst av en markert tilbakegang i perioden 1988–1991. Nedgangen i antall nyetableringer var imidlertid noe svakere i industrien enn i alle næringer under ett; 26,5 mot 38,5 prosent. Overlevelsessevnen for nyetableringer

Figur 2.5 Nyetableringer i industrinæringen. I drift eller nedlagt ved utgangen av 1992



Kilde: Boye og Kinserdal (1992:31)

i industrien er som for alle næringer generelt. Totalt er 57 prosent av alle nyetableringer i drift i 1992, og i underkant av 40 prosent av bedriftene som ble etablert i årene 1980–1982. Om lag halvparten avvikles de første 5–6 årene.

Ifølge Boye og Kinserdal (1992) sysselsetter nyetableringene i industrien i perioden 1980–1990 i overkant av 46 000 årsverk ved utgangen av 1990. I samme periode forsvant om lag 90 000 årsverk i industrinæringen. Frekvensen av nyetableringer har altså vært for lav til å kompensere for bortfallet av arbeidsplasser i industrien. Nyetableringene svarer også for en langt mindre andel av sysselsettingen i industrien enn i andre næringer. Sysselsettingen i bedrifter etablert i perioden 1980–1990 utgjorde 35–40 prosent av samlet sysselsetting i alle næringer generelt, mens andelen i industrien bare var 15 prosent. Gjennomsnittlig sysselsetting for industribedrifter etablert i tidsrommet 1980–1990 var 5 årsverk ved utgangen av 1990. Det er imidlertid store variasjoner innen næringen, fra 1,9 årsverk innen produksjon av tekstilvarer til 53,3 årsverk innen produksjon av metaller. Om lag halvparten av de nye arbeidsplassene er kommet innen produksjon av verkstedprodukter.

Ser en på utviklingen i sysselsetting etter bedriftenes størrelse, finner en at betydningen av nyetableringer er størst for de minste bedriftene. Av nyetableringer i industrien (fra 1981) sysselsetter små bedrifter (0–19 årsverk) snaut 40 prosent av bedriftenes totale antall årsverk ved utgangen av 1990. Samlet svarer denne gruppen for 20 prosent av sysselsettingen i industrien. For store bedrifter er det en motsatt tendens. Boye og Kinserdal

(1992:40) konkluderer derfor med at: «Vekstutviklingen for de nyetablerte bedriftene viser at sysselsettingen innen industrien sannsynligvis blir mer avhengig av små bedrifter (0–19 årsverk) i fremtiden».

En studie av Kristiansen (1992) viser at nyetableringene ga et positivt nettobidrag til sysselsettingen i industrien i en periode hvor den samlede industrisysselsettingen ble redusert. Studien følger kohorter av enkeltbedrifter i perioden 1977–1986, med fokus på overlevelsessevne og vekstevne. Kristiansen finner en sterk vekst i nyetablinger utover på 1980-tallet. Antall nyetablerte bedrifter per år økte fra om lag 500 i 1977 til nær 1500 i 1986. Antall sysselsatte i nyetablerte bedrifter har ikke vokst tilsvarende. Småbedriftene står for veksten i nyetablinger, særlig bedrifter med færre enn 5 ansatte. Økningen i antall nyetablinger har ikke ført til større frafall, det vil si at overlevelsesraten ikke er svekket. Rundt 40 prosent av bedriftene etablert i 1977 var i live i 1986. Overlevelsesevnen øker imidlertid med økende størrelse.

Antallet sysselsatte i overlevende bedrifter etablert i perioden 1977–1986 utgjorde i 1986 om lag 12 prosent av samlet industrisysselsetting, mens antall nyetablerte bedrifter svarte for om lag 30 prosent. Det var ingen klar trend i nedlegginger i industrien i årene 1977–1986, om lag 500–700 per år i hele perioden. Selvstendige enbedriftsforetak utgjorde om lag 90 prosent av alle nyetablinger og vel 75 prosent av nedleggingene i perioden. Selvstendige nyetablinger hadde lavere overlevelsessevne enn bedrifter som ved etablering ble klassifisert som deler av flerbedriftsforetak. Sysselsettingsveksten som følge av nyetablinger er også nær knyttet til nyetablerte bedrifters forbindelser til etablerte foretak.

Rusten (1991) finner også at nyetablinger til en viss grad bidrar til vekst i sysselsettingen. Han har gjennomført en studie av 2123 nyetablinger i industrien i perioden 1983–1986. En hovedkonklusjon er også at nyetablinger som i utgangspunktet er store, bidrar mest til sysselsettingsveksten. De har større sjanse til å overleve, og de vokser raskere enn de små. Bedrifter som etableres som små, har en tendens til å forbli små (NOU 1992: 26). Dette samsvarer godt med Kristiansens studie.

Småforetakenes økonomiske situasjon

Småforetakenes vanskelige økonomiske situasjon er omtalt i så vel nasjonale som internasjonale studier. Boye og Kinserdal (1992) påviser i sin studie at små og mellomstore foretak sliter med lønnsomhetsproblemer og svak soliditet. Inntjeningen er for dårlig og egenkapitalandelen for lav. Dette er forhold som vil bli utfyllende dokumentert og drøftet i den empiriske analysen av lønnsomhet og kapitalstruktur i småforetak i kapittel 5 og 6. Her gjengis bare kort noen hovedfunn fra to ulike studier.

Osland (1991) har gjennomført en strukturell analyse av små og mellomstore foretak i Norge. Han finner at små bedrifter har lav bearbeidingsgrad og bearbeidingsverdi per sysselsatt, det vil si at de er dårlige verdiskapere. Småbedriftene har også relativt høye lønnskostnader, og dermed lite igjen

til investering. De kjøper en relativt stor andel varer og tjenester eksternt og lokalt, noe som kan gi grunnlag for regionale og lokale ringvirkninger.

Ifølge Osland spiller småbedriftene en komplementær rolle i produksjonssystemet i forhold til storforetakene. Storforetak kjennetegnes av ekstern effektivitet, det vil si evne til å håndtere ytre produksjonsbetingelser, markedskontakter og produktprisivå. Småbedrifter kjennetegnes av intern effektivitet, det vil si stor tilpasningsevne og mulighet for å skreddersy produkter etter skiftende kundebehov. Dette er en viktig egenskap ettersom mange småbedrifter, og særlig mindre industribedrifter, opererer som underleverandører til storforetak og derfor må håndtere svingninger i etterspørselen etter underleveranser.

Rynning (1990) har sett på økonomisk utvikling i nyetablerte industribedrifter som har mottatt DU-støtte. 119 bedrifter, etablert i 1982 og 1983, er fulgt over fem år (kohortstudie). Omtrent 17 prosent av bedriftene ble nedlagt i løpet av de første fem årene, om lag 70 prosent eksisterer i 1990. Gjennomsnittlig sysselsetting per etablering var 11–12 ansatte, median om lag 5 i de første fem årene. Studien viser at egenkapitalandelen var lav; median 5 prosent i perioden. Andelen kortsiktig gjeld var stor, og økte fra 45 til 59 prosent i femårsperioden. Driftsresultatet var gjennomgående svakt, men bedrifter som tidlig fikk et positivt driftsresultat, syntes å ha størst sannsynlighet for å overleve.

2.5 Årsaker til vekst i antallet småforetak og nyetableringer

De fleste studier synes å konkludere med at småforetakene i dag veier tyngre i økonomien i en rekke industriland, både når det gjelder sysselsetting og når det gjelder produksjon. Dette kan skyldes endringer på tvers av sektorer, endringer innen sektorer, eller begge deler. En overgang fra vareproduksjon til tjenesteproduksjon vil gi vekst i antallet småforetak, fordi foretakene gjennomsnittlig er mindre innen servicenæringen enn i industrien. Desentralisering av storforetak, oppdeling av produksjonsprosesser og integrasjon i produksjonsnettverk har også gitt rom for flere mindre foretak som underleverandører og ved eksternalisering av tjenester (Osland 1991:50). For å forstå hva som skjer er det derfor viktig å dekomponere aggregerte endringer. I tillegg til data om endringer i bedriftsmasse og sysselsetting, bør en også bruke data om lønnsomhet, verdiskaping, kapitalforhold og liknende for å forklare strukturendringer (Sengenberger, Loveman og Piore 1990:9).

Sengenberger, Loveman og Piore (1990) og Storey (1994) drøfter mulige forklaringer på veksten i antall småforetak. De skiller mellom forklaringer som legger vekt på faktorer på tilbudssiden og på etterspørselsforhold. Sengenberger m.fl. (1990) drøfter fem forklaringsfaktorer:

Statistisk feilslutning

Overgangen til småforetak kan skyldes en statistisk illusjon frambrakt av intersektorielle endringer og tilfeldige eller kortvarige forskyvninger (avvik fra optimal størrelse) av foretaksstørrelser innen sektorer. Et skifte til småforetak må derfor bruke flere indikatorer enn sysselsetting, og det må godtgjøres av teknologiske endringer som favoriserer mindre enheter. Landstudiene som er presentert i Sengenberger, Loveman og Piore (1990), gir imidlertid ikke støtte til en fortolkning om statistisk feilslutning. Tilveksten i småforetak er empirisk holdbar selv etter kontroll for inter- og intra-sektorielle endringer.

Konjunkturedringer

Skiftende konjunkturer påvirker uten tvil fordelingen av små og store foretak, men ifølge Sengenberger, Loveman og Piore (1990) tyder deres funn på at konjunkturedringer ikke alene kan forklare overgangen til småforetak. Endringene har funnet sted i land med svært ulike makroøkonomiske forhold, og den høyere andelen sysselsatte i småforetak har holdt seg langt inn i ekspansjonen på 1980-tallet.

Kostnadsfordel

Landstudiene viser at arbeidskraftkostnadene (kostnader per produsert enhet) er lavere i småforetak enn i storforetak. Dette kan bidra til å forklare veksten i antall småforetak. Sengenberger, Loveman og Piore (1990) ser imidlertid mange faktorer som taler mot en slik fortolkning. For det første har lønnsforskjellene i mange land over flere år vært store, og i enkelte tilfeller økende, samtidig som andelen sysselsatte i småforetak ble redusert. Dernest er det ingen klar sammenheng mellom størrelsen på lønnsforskjeller og veksten i andelen ansatte i småforetak. Italia nevnes som eksempel på et land med relativt små lønnsforskjeller og en stor andel sysselsatte i småforetak. Lavere arbeidskraftkostnader favoriserer utvilsomt bruk av arbeidskraft framfor kapital i små enheter, og vice versa i store enheter. Dette trekker i retning av økt sysselsettingsandel i småforetak. På den annen side kan høyere kapitalintensitet i storforetak øke arbeidsproduktiviteten, noe som favoriserer store enheter. Landstudiene fra Frankrike og Storbritannia gir eksempler på en slik utvikling.

Offentlig stimulering

Veksten i småforetak kan også skyldes stimulering fra det offentlige (skattefordeler og støtteordninger). Flere land har lansert programmer for satsing på småforetak for å utløse entreprenørånd og skape dynamikk i næringslivet. Endringer i managementteknikker kan ha dratt i samme retning. Ifølge Sengenberger, Loveman og Piore (1990) kan slike tilbudsside- og ledelsesfaktorer være relevante i enkelte tilfeller, men de er lite egnet til å forklare mer omfattende endringer.

Fleksibel spesialisering

Den forklaring som finner mest støtte hos Sengenberger, Loveman og Piore (1990), tar utgangspunkt i Sabel og Piores (1984) begrep om fleksibel spesialisering. Deres tese er at nye former for produksjonsorganisering og bedriftsledelse presser seg fram som et resultat av endringer på både tilbuds- og etterspørselssiden i økonomien. Svakere vekst, økt internasjonal konkurranse og større usikkerhet i produkt- og faktormarkeder på 1970-tallet har ført til at mer spesialiserte varer og fleksible teknikker foretrekkes framfor masseproduksjon. Ny teknologi har også gjort det mulig for små foretak å redusere produksjonskostnadene. Flere studier viser nettopp til ny teknologi som en sentral drivkraft bak framveksten av småforetak (Acs og Audretsch 1990, Carlsson 1989 og 1993).

Fleksibel spesialisering fremmes både gjennom tilvekst av selvstendige små bedrifter og ved desentralisering av store foretak. Denne måten å organisere produksjon og ledelse på, fordrer en annen institusjonell struktur enn et system basert på masseproduksjon. Kjennetegn ved denne strukturen er

- teknologisk dynamikk
- kombinasjon av utstrakt samarbeid og konkurranse
- lokalisering i nettverk

Alt dette er forhold som trekker i retning av småforetak.

2.6 Vekstterskler og finansieringsproblemer

Tilveksten av småforetak er høy i mange land, men avgangen er også stor, og ulike hindringer kan føre til at potensielle nyetableringer uteblir. Hva er grunnen til at småforetak ikke etableres og vokser? Hva er de viktigste vekstterskler og overlevelsesproblemer?

Rynning (1990) refererer til flere studier om nedlegginger, blant andre Cross (1981), som lister opp åtte mulige faktorer: manglende etterspørsel, for høy arbeidsintensitet, ulønnsom produksjon, frivillig likvidering, konsentrasjon av produksjon i annen lokalisering eller om færre produkter, fusjon/akkvisisjon/takeover og finansielle problemer. Småforetak opphører også fordi det ikke er mulig å skaffe ny leder, eller fordi eier ønsker å selge ut.

De fleste småforetak som etableres, forblir små. Etablererne har ofte verken ambisjoner om, eller muligheter til å vokse. Noen få foretak svarer for hovedtyngden av sysselsettingsveksten. En stor del av foretakene er såkalte levebrødsforetak hvor eieren vil være uavhengig og arbeide på et lokalt, avgrenset marked. Disse foretakene kan være viktige på grunn av sitt store antall og regionale spredning (SOU 1993:16, Bilagedel 2).

For nyetablerte foretak som vokser, ser det ut til å være en vekstgrense på rundt 10–15 ansatte. Nyetableringer vokser gjerne raskt de første årene, men veksten stanser deretter opp ved denne størrelsen. Årsakene kan være

begrenset produksjonskapasitet, lokale/regionale markeder, manglende vekstincitamer hos eier, krav til spesialisering i større organisasjoner, manglende lederkompetanse og svak kapitalstruktur (SOU 1993:16, Bilagedel 18:206). De viktigste veksttersklene er oppsummert nedenfor:

Vekstterskler for småforetak

- * Begrenset produksjonskapasitet
- * Lokale/regionale markeder
- * Manglende vekstincitamer
- * Spesialisering i større organisasjoner
- * Manglende lederkompetanse
- * Svak kapitalstruktur

Veksttersklene skifter med foretakenes livssyklus eller utviklingsfaser. Et foretak og dets produkter gjennomgår normalt en introduksjonsfase, en kommersialiserings- og vekstfase før utflating og eventuelt en nedgang og avviklingsfase. Introduksjonsfasen kjennetegnes ofte av store investeringskrav og produktutvikling, høy risiko og stor usikkerhet, lav lønnsomhet og stort likviditetsbehov. Problemer knyttet til finansiering vil ofte være store i denne fasen. Nyetablerere har vanligvis lav egenkapital og satser gjerne små egne midler. Stor usikkerhet og høy risiko gjør at långivere og egenkapitalkilder er tilbakeholdne med å gå inn i startfasen. Lav annenhåndsverdi på immaterielle investeringer (FOU) forsterker ofte finansieringsproblemer i etableringsfasen.

Denne problembeskrivelsen er i samsvar med Waages (1979) undersøkelse som viser at nyetablerernes største problemer i introduksjonsfasen er knyttet til produktutvikling og finansiering. Finansieringsproblemer utgjøres i hovedsak av mangelfull informasjon, manglende evne til å stille sikkerhet, det å være liten samt lang saksbehandlingstid. De ulike studiene tyder på at det ordinære kapitalmarkedet er lite egnet for finansiering av nyetableringer og ekspansjon av småforetak. Dette behandles nærmere i kapittel 4.

Kapittel 3

Kapitalmarked og foretaksfinansiering

3.1 Innledning

Foretak finansierer sine investeringer ved hjelp av tilbakeholdt overskudd, ekstern egenkapital og lånekapital. Interne midler utgjør vanligvis den viktigste kilden, men de fleste foretak er også avhengige av ekstern kapitaltilførsel for finansiering av produksjonsutstyr, lokaler og produktutvikling. Et velfungerende kapitalmarked er derfor en nødvendig forutsetning for finansiering av investeringer. I dette kapitlet tas det utgangspunkt i kapitalmarkedsteori som grunnlag for å drøfte finansiering av foretak. I del 3.2 redegjøres det for ulike aspekter ved kapitalmarkedet og hvilke funksjoner det skal ivareta. I del 3.3 drøftes kapitalmarkedsteori med fokus på imperfeksjoner i kapitalmarkedene og betingelser for effektive kapitalmarkeder. I del 3.4 reises spørsmål om det finnes en optimal kapitalstruktur. Del 3.5 gir en mer inngående beskrivelse av kostnader knyttet til ekstern kapitaltilførsel. Del 3.6 gir en oversikt over foretaksfinansiering i enkelte OECD-land og i Norge. I del 3.7 oppsummeres kapitlet.

3.2 Kapitalmarkedets ulike aspekter og funksjoner

Kapitalmarkeder er markeder for omsetning av finansielle fordringer som aksjer, obligasjoner, bankinnskudd, pantelån, kassakreditter osv. Produksjon av varer og tjenester fordrer at oppsparte midler stilles til rådighet for investeringer. Kapitalmarkedene består av en rekke ulike institusjoner, mekanismer og instrumenter med det formål å formidle kapital fra sparere til investorer på en mest mulig effektiv måte. Finansiering og investering utgjør dermed to aspekter ved økonomisk aktivitet, og gjennom kapitalmarkedene koples den finansielle siden av økonomien sammen med realøkonomien (Hagen og Sandmo 1980).

Kapitalmarkedets aspekter

I OECD-rapporten *National Systems for financing Innovation* (OECD 1994) understrekes det at den finansielle og den realøkonomiske siden er nær knyttet sammen. Det finansielle systemet avgrenses ikke her til bare å omfatte kapitalmarkedene i snever forstand, det vil si til bank- og finansinstitusjoner og egenkapitalmarkedet, men inkluderer også bedriftenes egenfinansiering samt eier- og kontrollstrukturer. Det skilles mellom tre sider ved kapitalmarkedene eller det finansielle systemet, hvorav bare den første sies å være eksplisitt institusjonalisert utenfor den realøkonomiske sfæren. Herunder nevnes institusjoner for tilførsel av ekstern kapital i form av lånekapital eller egenkapital. Som en annen viktig side ved finanssystemet nevnes internfinansiering, det vil si når foretakenes investeringer finansieres ved hjelp av tilbakeholdt overskudd. Et tredje aspekt ved finanssystemet utgjøres av relasjonene mellom investorer, eiere og foretaksledelse slik de kommer til uttrykk i mer eller mindre eksplisitte kontrakter mellom aktørene. Spørsmål om eierskap og kontroll (se agentkostnader, avsnitt 3.4) hører hjemme her.

Kapitalmarkedets funksjoner

En kan skille mellom fire ulike funksjoner som kapitalmarkedene skal ivareta i en moderne, industrialisert økonomi (Berglöf 1988; Mayer 1989, 1990; Stiglitz 1969, 1981, 1982, 1988):

- Tilføre foretakene kapital i form av egenkapital og lånekapital samt allokere kapital mellom konkurrerende brukere og anvendelser
- Spre og fordele risiko blant økonomiske aktører
- Gi signaler til ledelsen i investeringsbeslutninger
- Utøve kontroll over kapitalen, overvåke kapitalbruken gjennom finansiell markedsdisiplin og ved utøvelse av eierrettigheter¹

3.3 Teorier om kapitalmarkeder

Effektive kapitalmarkeder og finanssystemer er av avgjørende betydning for den realøkonomiske utviklingen, det vil si for investeringer, produksjon og sysselsetting. I økonomisk teori beskriver en ofte effektive kapitalmarkeder ved å sette dem i kontrast til perfekte kapitalmarkeder.

¹ I denne rapporten er det hovedsakelig kapitaltilførsel som drøftes, det vil si hvordan foretakene finansieres. Spørsmålet om eierskap og kontroll vil bli berørt, men ikke underkastet noen grundig drøfting. For en nærmere behandling av spørsmål om kapitalkontroll vises det til Stiglitz (1985).

Perfekte kapitalmarkeder

Ifølge Copeland og Weston (1988) ligger følgende betingelser til grunn for perfekte kapitalmarkeder:

- Friksjonløse markeder uten transaksjonskostnader eller skatter, hvor alle aktiva er delelige og kan kjøpes og selges og det ikke er noen begrensende reguleringer
- Perfekt konkurranse i produkt- og verdipapirmarkeder hvor alle produsenter tilfører varer og tjenester til minimums gjennomsnittspriser og alle deltakere i verdipapirmarkedet er pristakere
- All informasjon er kostnadsfri og tilgjengelig for alle deltakere i markedet samtidig
- Alle deltakere er rasjonelle nyttemaksimerere

Imperfekte kapitalmarkeder

I et perfekt kapitalmarked uten skatt og med full informasjon vil, ifølge Modigliani og Millers separasjonsteorem (1958), ikke finansieringsformen påvirke foretakenes verdi, og dermed heller ikke deres investeringsatferd. Teoremet postulerer at det ikke er noen sammenheng mellom investeringsbeslutninger og finansieringsbeslutninger. Foretakenes markedsverdi bestemmes kun av realforhold (eiendelssiden i balansen), og påvirkes ikke av finansieringsstrukturen (gjeld og egenkapitalforhold). Teoremet bygger på en rekke forutsetninger, deriblant fravær av skatte- og konkurskostnader samt at foretak og interessenter har samme informasjon (symmetrisk informasjon).

Modigliani og Millers separasjonsteorem er senere modifisert og supplert med teorier om ulike restriksjoner i kapitalmarkedene, med særlig fokus på asymmetrisk informasjon (Stiglitz 1982b, Stiglitz og Weiss 1981, Mayer 1988). Ifølge disse teoriene fører imperfeksjoner i kapitalmarkedene til at det ikke er mulig å skille mellom investering og finansiering. Det finnes en rekke transaksjonskostnader og reguleringer samt mangelfull og ulikt fordelt informasjon som fører til problemer med å finansiere ulike investeringer. Nilssen (1994) viser til tre typer informasjonsproblemer i kapitalmarkedene: For det første «skjult informasjon», som viser til at fordi låntakeren og långiveren ikke er like godt orientert om egenskaper ved prosjektene, kan det by på problemer å få finansiert mange nok prosjekter. Dernest «skjulte handlinger», som refererer til problemer med at ledelsen ikke kan dokumentere at bedriften forvalter den investerte kapitalen på en fornuftig måte. Kreditorer vet for eksempel ikke om manglende lønnsomhet skyldes slett håndtering av gode prosjekter fra ledelsens side eller dårlige prosjekter som ledelsen forsøker å gjøre det beste ut av. Dette kan svekke ledelsens incentiver til å yte god innsats. For det tredje viser Nilssen til «verifiseringsproblemet», som har å gjøre med hvordan finanssystemet klarer å håndtere bedrifter i krise. Problemet oppstår når informasjonen som både kreditoren og bedriften har, ikke lar seg verifisere av utenforstående, det vil si når et kontraktbrudd ikke kan forfølges i rettsapparatet.

Investeringer påvirkes ikke bare av kapitalmarkedets funksjonsmåte, men også av foretakets kapitalstruktur. Dette understøttes av en studie av norske industriforetak for perioden 1977–1990, som viser at det er en positiv sammenheng mellom et foretaks gjeldsgrad og avkastningskrav (Johansen 1994). Avkastningskrav brukes her som et indirekte mål for finansieringskostnader, og studien viser at jo høyere gjeldsgrad et foretak har, desto mer koster det å finansiere investeringene. Nyetablerte foretak med svak egenkapitalbasis, store immaterielle investeringer i oppstartingsfasen og manglende kontakt med långivere vil derfor kunne være spesielt utsatt for kredittrestriksjoner. Lån til nyetableringer er ekstra risikofylte fordi långiveren gjerne har dårlig kjennskap til låntakeren. Nystartede bedrifter har ingen fortid å vise til som kan gi et signal til investorene om mulighetene til framtidig inntjening. Ved immaterielle investeringer (FoU) kan heller ikke långiveren sikre sine lån på samme måte som ved investeringer i realkapital. Lav egenkapitalandel øker også faren for at eieren ikke vil gjøre sitt beste for å oppnå et godt resultat. Jo mindre egenkapital et foretak har, desto mindre hefter eieren for dersom foretaket går konkurs. Høy risiko kan derfor tale for at nyetableringer bør finansieres ved bruk av risikokapital og ikke ved lånekapital. Det fordrer imidlertid et risikokapitalmarked som fungerer for denne typen foretak. Ofte vil statlig investeringsstøtte være det eneste alternativet (Nordisk Ministerråd 1993:577, Nilssen 1994).

Effektive kapitalmarkeder

Kapitalmarkeder kan imidlertid være effektive uten å være perfekte, det vil si til tross for imperfeksjoner i form av transaksjonskostnader og mangelfull og asymmetrisk informasjon. Effektiviteten i kapitalmarkedene kan drøftes langs flere ulike dimensjoner som informasjon, vurdering, forsikring og funksjonalitet (Berglöf 1988):

- Informasjonsformidlingseffektivitet viser til hvor godt prisene reflekterer tilgjengelig og relevant informasjon. Ved full informasjonseffektivitet forutsettes prisene å reagere med en gang ny informasjon når markedet.
- Vurderingseffektivitet viser til markedets evne til korrekt verdisetting, det vil si evnen til å vurdere verdien av framtidige nettoinntekter.
- Forsikringseffektivitet viser til investorenes mulighet til å unngå eller redusere risiko og til å gardere seg mot usikkerhet.
- Funksjonell effektivitet viser til markedets evne til å oppfylle sine basisfunksjoner – kapitaltilførsel, fordeling av risiko, signaler til investeringsbeslutninger og kontroll over kapitalbruken.

Sammenfattende kan en si at kapitalmarkedene er effektive når de reflekterer all tilgjengelig og relevant informasjon, slik at når aktiva handles, er prisene mest mulig nøyaktige signaler for kapitalallokeringen.

3.4 Optimal finansierings- og kapitalstruktur

Det finnes en rekke nasjonale og internasjonale studier om finansiering av foretak (Edwards og Fisher 1993; OECD 1993; Mayer 1988, 1990; Boye og Kinserdal 1992). I de fleste studiene fokuseres det på forholdet mellom gjeld og egenkapital. Gjeldsfinansiering sikrer långiverne en fast rente på kapitalen, mens egenkapitalfinansiering gir kapitaleierne rett til en andel av overskuddet og til deltakelse i beslutninger. En optimal kombinasjon av egenkapital- og gjeldsfinansiering antas å gi de riktige incentivene til foretaksledelsens innsats og vilje til risiko i investeringer (Edwards og Fisher 1993).

Hva som utgjør det optimale forholdet mellom gjeld og egenkapital i finansiering av foretak, er vanskelig å fastslå. Det er en rekke kostnader og gevinster knyttet til bruk av så vel lånekapital som ekstern egenkapital. Full selvfinansiering kan redusere mange av disse kostnadene, men de fleste foretak er avhengige av å hente inn ekstern kapital for å finansiere sine investeringer (Carlsen 1991).

Spørsmålet om det finnes en optimal kombinasjon av gjeld og egenkapital, drøftes ofte med referanse til konkurskostnader, signaleffekter og agentkostnader (Copeland og Weston 1988; Myers 1984, 1990; Myers og Majluf 1984; Milgrom og Roberts 1992).

Konkurskostnader

Den finansielle risikoen øker med gjeldsandelen i et foretak, og dermed øker også kravet til forrentning av egenkapitalen. Avkastningskravet vil derfor være høyere i et foretak med høy gjeld enn i et foretak med lav gjeld (Kinserdal 1992). En effekt av høy gjeldsfinansiering kan dermed være at ledelsen blir mer lønnsomhetsorientert, og at inntjeningen vies større oppmerksomhet. På den annen side kan en høy gjeldsgrad bidra til å vri foretaksledelsens interesser i retning av å maksimere kortsiktig avkastning på bekostning av langsiktige investeringer, som for eksempel FoU og immaterielle investeringer. Dette kan undergrave den langsiktige verdiskapingen i foretaket.

Signaleffekter

Markedsprisene reflekterer ikke all informasjon om et foretaks verdier og framtid. Som velinformerte insidere kan derfor foretaksledelsen bruke finansieringsbeslutninger – bruk av gjeld og egenkapital – til å gi bestemte signaler til markedet. En økende gjeldsgrad kan for eksempel være et signal om en løfterik framtid med større inntekter og bedre evne til å betjene gjeld (her kan en trekke en parallell til utbyttepolitikken, hvor økt utbytte er et positivt signal til eierne om økte framtidige inntekter). Ved gjeldsfinansiering vil imidlertid de fleste kredittinstitusjoner normalt kreve

at eierne også går inn med en viss mengde egenkapital som en sikkerhet for lånet. Bruk av egne oppsparte midler tolkes da som et signal om at foretaket har tro på sitt eget prosjekt.

Ifølge Narayanan (1988) vil gode bedrifter bruke gjeld for å finansiere nye prosjekter, mens dårlige bedrifter ikke vil gjøre det. Dårlige bedrifter vil heller finansiere prosjekter ved hjelp av egenkapital for ikke å utsette eierne for økt risiko. En nyemisjon av aksjer vil imidlertid gi negative signaler om bedriften og redusere dens markedsverdi. Dette vil også være tilfellet ved en substitusjon av egenkapital for gjeld. Ikke fordi gjeldsgraden reduseres, men fordi det innebærer en nyemisjon av aksjer. En substitusjon av gjeld for egenkapital vil derimot være en god nyhet. Ikke fordi gjeldsgraden øker, men fordi det innebærer gjenkjøp av egenkapital. Dersom investorene tror at ledelsen er best informert, vil en beslutning om gjenkjøp signalisere optimisme og drive opp aksjekursene (Myers 1990).

Agentkostnader

Et foretaks finansierings- og kapitalstruktur kan også forklares med referanse til agentkostnader. Agentkostnader er kostnader knyttet til den overvåkningen eiere og långivere (prinsipalen) utøver overfor ledelsen i et foretak (agenten) for å sikre avkastningen på innskutt kapital. Ledelsen vil alltid være best informert (asymmetrisk informasjon) og kan ha andre interesser enn eiere og långivere. For å unngå at ledelsen utnytter denne fordelene på långivernes og eiernes bekostning, vil disse prøve å sikre sine interesser gjennom eksplisitte og implisitte kontrakter. Problemet er at slike kontrakter nesten alltid er ufullstendige og kan gi opphav til verifiseringsproblemer (Nilssen 1994).

Agentkostnader er altså en følge av desentralisert beslutningsmyndighet og problemer med å forvalte andres penger og eiendeler (Jensen og Meckling 1976, Milgrom og Roberts 1992). I forbindelse med finansiering og kontroll av foretak oppstår det agentkostnader mellom eiere og ledelse som en følge av skillet mellom eierskap og kontroll. Når eierne av et foretak delegerer beslutningsmyndighet til ledelsen, er det alltid en fare for at ledelsen ikke handler i samsvar med eiernes interesser. Eierne må derfor passe på at ledelsen ikke overforbruker foretakets ressurser eller ekspanderer mer enn det som er optimalt ut fra deres interesser. Agentkostnader mellom långiveren og ledelsen oppstår fordi långiveren ikke har fullstendig informasjon om framtidig lønnsomhet og risiko ved et prosjekt. Långivere må derfor se til at ledelsen velger prosjekter med positiv nåverdi og ikke tar unødig risiko eller øker konkursrisikoen.

Foretak foretrekker intern finansiering

Sammenfattende kan en si at foretak alltid vil foretrekke intern finansiering ved tilbakeholdt overskudd framfor ekstern finansiering. Dette både fordi ekstern finansiering er mer kostbar, og fordi man vil unngå den disiplinen og kontrollen som utøves gjennom kapitalmarkedet. Likviditetsreserver

vil også være verdifulle for foretaket og redusere ledelsens frykt for å måtte avstå fra lønnsomme prosjekter (med positiv nåverdi). Dersom ekstern finansiering er påkrevd, foretrekkes gjeld framfor egenkapital. Dette fordi gjeld er sikrere enn egenkapital, og fordi asymmetrisk informasjon gjør at foretak vil velge en sikker kapitalkilde (Myers 1990).

3.5 Kostnader ved ekstern kapitaltilførsel

Imperfeksjoner i kapitalmarkedene fører som nevnt til at ekstern kapital blir dyrere enn tilbakeholdt overskudd. Bedriftene er imidlertid avhengige av kapitaltilførsel fra eksterne investorer (outsidere) fordi kapitaltilførsel fra selskapets ledelse og aktive investorer (insidere) med tilstrekkelig informasjon begrenses av risikohensyn og ofte også av likviditetsskranke. Carlsen (1991) drøfter følgende kostnader knyttet til bruken av henholdsvis ekstern egenkapital og lånekapital.

Kostnader ved ekstern egenkapital

Carlsen (1991) skisserer tre ulike grunner til at ekstern egenkapital blir kostbar: emisjonskostnader, incentiveeffekter og seleksjonseffekter. Emisjonskostnadene er av direkte og indirekte karakter. Ved emisjoner er det direkte kostnader knyttet til trykking, legal bistand og avgifter. Dernest må selskapets ledelse bruke tid på emisjonen, tid som ellers kunne vært brukt til andre oppgaver i foretaket. Emisjonskostnadene er høyere ved aksjeemisjoner enn ved obligasjonslån og høyere enn avgiftene i forbindelse med banklån. En stor andel av kostnadene er også uavhengig av emisjonsbeløpet. Aksjeemisjoner som finansieringskilde brukes derfor i hovedsak av store foretak.

Siden de fleste eksterne investorer er små, mangler de incentiver til aktivt å påvirke selskapets politikk. Små investorer har begrenset mulighet og evne til overvåkning, og det er kostbart for den enkelte å hente inn informasjon. Og jo større informasjonsproblemet er for outsiderne, desto større blir ekstrakostnadene ved ekstern egenkapital. Det vil alltid være vanskelig å tilføre investorer tilstrekkelig informasjon, og insidere og outsiderer vil ofte ha ulike interesser. Foretakene satser derfor på å bygge opp egenkapital i gode perioder for å redusere kostnadene ved å hente inn ekstern egenkapital til nye investeringer.

Hva som er den optimale størrelsen på egenkapitalen, er vanskelig å fastslå. Som en generell regel kan en si at en relativt høy egenkapital styrker soliditeten og øker foretakets evne og mulighet til å ta opp gjeld. Ifølge Boye og Kinserdal (1992) er 30–40 prosent en tilfredsstillende egenkapitalandel for en bedrift. Det vil gi foretaket en støtpute mot dårlige økonomiske tider, økt handlefrihet, bedre omstillingsmuligheter, økt beredskap for investeringer og kunne bidra til å stabilisere aksjekursene (Kinserdal 1992).

Seleksjonseffektene er et resultat av stordriftsfordeler knyttet til direkte emisjonskostnader og overvåkningskostnader. Siden emisjonskostnadene delvis er uavhengige av emisjonsbeløpet, er det relativt sett dyrere å hente inn små enn store emisjonsbeløp. Dette rammer særlig små foretak, som gjerne henter inn mindre emisjonsbeløp enn det store foretak gjør. Overvåkningskostnadene inneholder også faste elementer, samtidig som svakt utbygde økonomiske styringsverktøy gjør den løpende oppfølgingen ekstra vanskelig i små foretak. Nyetablerte og små foretak må derfor ofte satse på oppsparte midler fra entreprenøren selv og fra familie og venner, og på offentlige låne- og tilskuddsordninger. Hvordan småforetak finansierer sine investeringer, og om de støter på spesielle finansieringsproblemer, drøftes nærmere i kapittel 4.

Kostnader ved lånekapital

Det finnes flere teorier om sammenhengen mellom foretakenes gjeldsandel og finansieringskostnader. En generell regel synes å være at kostnadene ved låneopptak øker med økende gjeldsgrad (Johansen 1994, Carlsen 1991). Ved å øke egenkapitalen kan foretakene dermed redusere lånekostnadene. Carlsen (1991) nevner fem faktorer som kan forklare kostnadene ved bruk av lånekapital: direkte kostnader, konkurskostnader, kapitalstrukturens innvirkning på produkt- og arbeidsmarkedet, incentiveeffekter og seleksjonseffekter.

De direkte kostnadene er høyere ved obligasjonsemisjoner enn ved banklån. Carlsen (1991) refererer tall fra Tyskland som viser at direkte kostnader utgjør fra 3,3 til 4,3 prosent av emisjonsbeløpet. Obligasjonslån brukes vanligvis til å finansiere store investeringer. På samme måte som for aksjeemisjoner brukes obligasjonslån derfor hovedsakelig av store foretak. I Europa utgjør obligasjonsemisjoner under 2 prosent av foretakenes totale finansiering (Mayer 1990). Obligasjonsmarkedet er heller ikke særlig egnet for småforetak siden emisjonsbeløpene vanligvis er relativt store.

Konkurskostnader kan deles i direkte og indirekte kostnader samt tap ved ineffektive likvideringsbeslutninger. Direkte konkurskostnader er knyttet til juridiske tjenester, avgifter ved eventuell rettslig behandling og tap av framførte skattefradrag. Indirekte kostnader oppstår ved at ledelsen trekkes bort fra produktive aktiviteter, ved tap av nøkkelpersonell og ved redusert avsetning som følge av usikkerhet om foretakets framtid. Det kan også være kostnader knyttet til beslutninger om selskapet skal drives videre eller avvikes. Kompliserte og tidkrevende forhandlinger mellom kreditorene kan føre til et allokeringstap fordi det er vanskelig å treffe effektive beslutninger.

Teorier om kapitalstrukturens innvirkning på prisene i produkt- og arbeidsmarkedet tar utgangspunkt i at en rekke aktører (eiere, ansatte, kunder osv.) har interesse av hvordan et foretak drives. Ved nedleggelse vil for eksempel de ansattes investeringer i bedriftsspesifikk kompetanse gå tapt. Kundene har ofte mangelfull informasjon om produktenes kvalitet og er

avhengige av oppfølging og service fra bedriftene. Siden bedriftenes forpliktelser overfor kunder og ansatte ikke kan spesifiseres i komplette kontrakter, er bedriftene avhengige av at disse gruppene har tillit til at bedriften kan og vil føre en politikk som ivaretar deres interesser.

Ifølge Carlsen (1991) vil bedriftenes gjeldsandel påvirke deres preferanser og muligheter til å føre en politikk i kreditorenes, de ansattes og kundenes interesser. Høy gjeldsgrad vil legge press på ledelsen til å oppnå lønnsom drift, men kan også føre til at ledelsen foretar risikofylte investeringer eller prøver å maksimere kortsiktig overskudd på bekostning av mer langsiktig avkastning. Aksjonærene vil høste fordelene ved gode resultater i form av høy avkastning og kursstigning, mens kreditorer, ansatte og kunder må bære de største kostnadene dersom avkastningen blir lav og selskapets langsiktige levedyktighet svekkes. I foretak med høy gjeldsandel vil aksjonærene ha incentiver til å redusere bevilgningene til langsiktige tiltak som FoU, intern opplæring og kvalitetssikring av produkter.

En høy grad av gjeldsfinansiering vil også øke risikoen for konkurs. Dette taler for en viss grad av egenkapitalfinansiering av investeringer. Høy egenkapitalfinansiering kan imidlertid bli en sovepute for ledelsen snarere enn en støtpute for foretaket. Ved lånefinansiering er foretaket forpliktet til å overføre en bestemt andel av framtidige inntekter til kreditorene. En slik forpliktelse hefter ikke ved bruk av egenkapital. Hvorvidt egenkapitalen blir en sovepute eller en støtpute, avhenger av eiernes krav til lønnsomhet og deres mulighet til å kontrollere foretaksledelsens disposisjoner. Eiernes evne til overvåkning betinges langt på vei av eierstrukturen, det vil si om eierskapet er spredt eller konsentrert, og av eiernes kompetanse. Når overvåkningskostnadene er store og resultatene vanskelige å vurdere, vil trolig store og profesjonelle långivere kunne overvåke ledelsen bedre enn mange småaksjonærer.²

Begrepet incentiveeffekter viser til hvordan finansieringsstrukturen kan påvirke foretakets strategi. Siden kreditorenes krav innfris før aksjonærenes, vil aksjonærene ha incentiver til å velge strategier som kan overføre verdier fra kreditorer til aksjonærer. Dette kan for eksempel gjøres gjennom opptak av nye lån med høy prioritet, ved å øke selskapets operasjonelle risiko eller ved å øke utbyttet. I vanskelige situasjoner vil aksjonærene ha incentiver til å unnlate å gjennomføre lønnsomme prosjekter dersom disse primært kommer kreditorene til gode ved at foretakets betalingsevne overfor långiverne blir styrket (Carlsen 1991).

Seleksjonseffekter oppstår fordi kreditorene har ufullstendig informasjon om et foretaks framtidsutsikter. Dermed blir det vanskelig å definere lånebetingelsene. De vilkårene långiveren setter, er imidlertid avgjørende for hvem som søker lån. Jo strammere lånebetingelser långiveren setter, desto større risiko for at det blant lånsøkerne blir en stor andel foretak med høy operasjonell risiko eller foretak som ikke får lån i andre finansinstitusjo-

² Spørsmål om eierskap og kontroll er drøftet i Kvinge, Langeland og Stokland 1992: 240–244.

ner. Siden den som skal gjennomføre et prosjekt alltid vil ha bedre informasjon enn den som skal finansiere det, er det vanskelig for långivere å identifisere «gode prosjekter». Problemer med å vurdere lønnsomhet og risiko, kombinert med det at långiveren bare får en avtalt rente selv om prosjektet går godt, kan derfor føre til at lån bare gis til prosjekter med «moderat» risiko (Stiglitz og Weiss 1981). En slik kredittrasjonering kan være fornuftig dersom det fører til at kun sikre prosjekter lånefinansieres, mens høyrisikoprosjekter i hovedsak finansieres med risikokapital.

3.6 Foretaksfinansiering

Foretakene tilføres kapital fra interne eller eksterne kilder i form av egenkapital eller lånekapital, det vil si fra eiere eller långivere. Egenkapitalen kommer fra tilbakeholdt overskudd i foretaket eller fra aksjemarkedet, mens lånekapitalen hentes inn fra ulike finansinstitusjoner. I dette avsnittet beskrives det hvordan foretakene finansieres i Norge og i noen utvalgte andre OECD-land. Hovedvekten legges på forholdet mellom gjeld og egenkapital.

Finansiering av foretak i utvalgte OECD-land

I litteraturen skilles det ofte mellom markedsbaserte og kredittbaserte finanssystemer (Berglöf 1990, Mayer 1990). Kredittbaserte finanssystemer kjennetegnes av mindre utviklede markeder for kapital, spesielt egenkapital. Næringslivet tilføres kapital fra banker, hovedsakelig i form av kort-siktige og mellomlange lån. I markedsbaserte finanssystemer er kapital-markedene mer utviklet, og kapitalformidlingen skjer direkte i form av aksjer og obligasjoner. USA og England klassifiseres gjerne som markedsbaserte finanssystemer, mens Tyskland, Frankrike og Japan kategoriseres som kredittbaserte.

Tabell 3.1 Selvfinansieringsgrad* i ikke-finansielle foretak 1985–91 (%)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	Gjennomsnitt
USA	75,8	64,6	69,0	68,9	73,7	81,0	..	72,2
Japan	40,9	46,9	27,5	32,1	34,3	..	..	36,3
Tyskland	..	..	75,6	65,9	55,7	56,0	..	63,3
Frankrike**	30,3	40,1	43,5	44,3	45,0	..	..	40,6
England***	128,7	64,4	49,4	42,7	35,4	59,7	..	63,4
Italia	55,4	61,3	54,0	51,4	45,8	52,0	..	53,3
Canada	67,1	56,7	59,0	55,5	49,1	54,4	..	57,0

* Brutto selvfinansiering som andel av samlet finansiering

** Industriforetak

*** Store foretak

Kilde: OECD (1994:52)

Det er som nevnt en vanlig antakelse at lån og gjeldsfinansiering er mer utbredt i kredittbaserte enn i markedsbaserte finanssystemer. Tall fra ulike studier viser imidlertid at bildet er noe mer sammensatt.

Selvfinansieringsgraden viser til fordelingen av den løpende tilførselen av finansielle midler, mens gjeldsgraden refererer til foretakets kapitalstruktur. Kapitalstrukturen er et resultat av kostnader knyttet til ulike finansieringsformer. Som det framgår av tabell 3.1, finansierer foretakene sine investeringer i hovedsak ved hjelp av tilbakeholdt overskudd. Dette har sammenheng med de spesielle kostnadene som er knyttet til ekstern kapitaltilførsel.

Som tabell 3.1 viser, utgjør tilbakeholdt overskudd den viktigste kilden for finansiering av investeringer i alle land som omfattes av de studiene det her vises til. Lån utgjør den nest viktigste finansieringskilden, mens tilførsel av ny egenkapital spiller en ubetydelig rolle for finansiering av foretakenes realinvesteringer. De ulike studiene spriker imidlertid en del når det gjelder de ulike finansieringskildenes relative betydning.

Ifølge OECD-studien (OECD 1994) for perioden 1985–91 har foretakene en gjennomsnittlig selvfinansieringsgrad på over 50 prosent i alle de utvalgte OECD-landene. Tabell 3.1 viser at USA ligger klart høyest med en gjennomsnittlig selvfinansieringsgrad på om lag 72 prosent, etterfulgt av England og Tyskland med om lag 63 prosent. Selvfinansieringsgraden er lavest i Japan og Frankrike med respektive om lag 36 og 40 prosent. Tallene for Japan og Frankrike er i samsvar med tesen om kredittbaserte finanssystemer, mens Tyskland bryter med dette mønsteret. Også for Tyskland kunne en forvente å finne en noe lavere selvfinansieringsgrad og høyere lånefinansiering. Edwards og Fishers (1993) studie viser at det er problematisk å kategorisere Tyskland som et kredittbasert system ut fra hvor stor andel av foretaksfinansieringen som går gjennom bankene. Bankenes innflytelse i næringslivet er imidlertid langt større enn det deres andel av finansieringen skulle tilsi. I tillegg til å gi lån til bedrifter forvalter tyske banker aksjeposter i bedriftene, også aksjer de ikke eier selv. Bankene får dermed plass i bedriftenes styrende organer og har direkte muligheter til å overvåke bedriftsledelsen (Nilssen 1994).

Tallene i OECD-studien er bruttotall som dekker både foretakenes realinvesteringer og finansinvesteringer. For å kunne besvare spørsmålet om hvordan foretakene finansierer sine realinvesteringer må en derfor bruke netttotaltall hvor finansinvesteringene er rensert bort. Mayer (1988) og Edwards og Fisher (1993) gjør dette i sine komparative studier av foretaksfinansiering i Europa³. De argumenterer også for at passivatall fra balanseregnskapet ikke gir det riktigste bildet av hvordan foretakene finansierer sine investeringer. Hovedproblemet er knyttet til ulik verdisetting og inflasjonjustering samt til ulike regler for avskrivning og regnskapsførsel i de for-

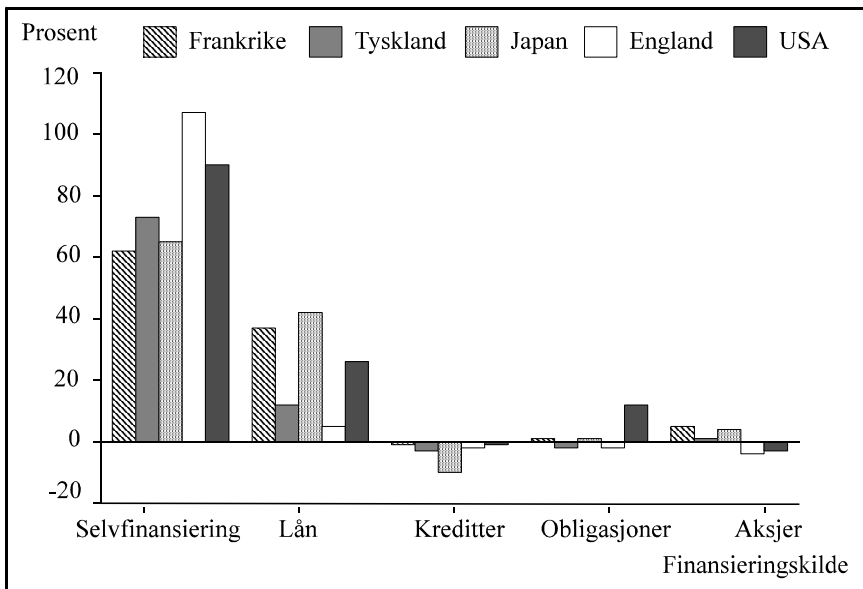
³ Mayer finner i sin studie at om lag 30 prosent av foretakenes investeringer i perioden 1970–85 var finansinvesteringer. Netttotalene viser med andre ord at foretakenes realinvesteringer i dette tidsrommet fullt ut var selvfinansierte.

skjellige landene. Sammenlikninger blir derfor mer nøyaktige om man bruker data om kapitaltilførsel (strømningstall), enn om man bruker beholdningstall over aktiva og passiva.

Mayer (1988) dekker perioden 1970–85 og tar for seg Frankrike, Tyskland, Japan, England og USA. Edwards og Fisher (1993) sammenlikner England og Tyskland i perioden 1970–89. Begge studiene viser at tilbakeholdt overskudd er den dominerende kilden for finansiering av foretakenes realinvesteringer. Derneft kommer lån, mens andre kilder er lite viktige.

Mayers funn er i rimelig samsvar med tesen om markeds- og kredittbaserte finanssystemer. Som det framgår av figur 3.1, er selvfinansieringsgraden høyest i England og USA, mens lån spiller en større rolle i Japan og Frankrike. Tyskland bryter imidlertid med det forventede mønsteret, idet selvfinansieringsgraden er høyere enn forventet og låneandelen lavere. Uventet er det også at de to mest utviklede aksjemarkedene i de fem landene, USA og England, står for den minste netto kapitaltilførselen til foretakenes realinvesteringer. Edwards og Fishers funn stemmer dårlig med tesen om markeds- og kredittbaserte finanssystemer. Lån synes å være en viktigere finansieringskilde i England enn i Tyskland, og det er liten forskjell i selvfinansieringsgrad mellom de to landene, jf. tabell 3.2.

Figur 3.1 Netto finansiering av foretakenes realinvesteringer i fem OECD-land i perioden 1970–85 (%)



Kilde: Mayer (1988:1174)

Tabell 3.2 Finansiering av foretakenes realinvesteringer i England og Tyskland i perioden 1970–89 (%)⁴

Netto finansiering			
Tyskland (1970–1989)		England (1970–1987)	
Tilbakeholdt overskudd	76,0	Tilbakeholdt overskudd	87,9
Avsetning til pensjoner	4,6		
Offentlig støtte	8,5	Offentlig støtte	8,3
Banklån	11,0		
Lån, forsikringsselskap	0,0	Lån, finansinstitusjoner	15,4
Obligasjoner	-0,6	Obligasjoner	0,1
Aksjer	0,9	Aksjer	-1,3
Kreditter	-1,9	Kreditter	-2,1
Andre kilder	1,5	Andre kilder	2,4
		Statistisk justering	-10,7
Total	100,0	Total	100,0
Brutto finansiering			
Tyskland (1970–1989)		England (1970–1987)	
Tilbakeholdt overskudd	58,8	Tilbakeholdt overskudd	59,9
Avsetning til pensjoner	3,6		
Offentlig støtte	6,6	Offentlig støtte	5,7
Banklån	18,0		
Lån, forsikringsselskap	1,0	Lån, finansinstitusjoner	27,2
Obligasjoner	0,9	Obligasjoner	2,4
Aksjer	2,3	Aksjer	6,5
Kreditter	1,8	Kreditter	3,2
Andre kilder	7,0	Andre kilder	2,4
		Statistisk justering	-7,3
Total	100	Total	100

Edwards & Fisher (1994:66)

⁴ Ifølge Edwards og Fisher (1994) er antakelig forskjellen mellom England og Tyskland når det gjelder selvfinansiering mindre enn den som framgår av tabellen. Dersom den negative statistiske justeringen for England fordeles proporsjonalt over alle finansieringskildene, faller tallet for netto internt oppsparte midler fra 87,9 til 79,4 prosent. Da er det liten avstand til tallet for Tyskland på 76 prosent. I tillegg kommer at kategorien offentlig støtte i Tyskland også kan inkludere internt oppsparte midler, og at avsetning til pensjoner kan regnes som det samme. På denne bakgrunnen argumenterer Edwards og Fisher for at det er liten eller ingen forskjell i selvfinansieringsgrad mellom de to landene.

Sammenfattende viser de internasjonale studiene at foretakene finansierer sine realinvesteringer hovedsakelig ved hjelp av tilbakeholdt overskudd. Lån utgjør den største eksterne finansieringskilden, mens ekstern egenkapital i form av aksjer og obligasjoner spiller en ubetydelig rolle. Hovedmønsteret synes å være klart, men de relative forskjellene i investeringsmønsteret mellom de ulike landene bør vurderes kritisk. Komparative studier basert på aggregerte tall for lange tidsperioder kan romme mange feilkilder. Det kan være ulike definisjoner av foretakssektorer og finansielle kilder, data fra forskjellige nasjonale kilder og ulike prosedyrer for statistiske justeringer.

Finansiering av foretak i Norge

Tilbakeholdt overskudd er den viktigste finansieringskilden også for norsk industri om en ser på perioden 1983–1992. Som det framgår av tabell 3.3 dekker den løpende selvfinansieringen om lag 63 prosent av investeringene i store foretak innen bergverksdrift og industri.⁵ Langsiktig gjeld utgjør i overkant av 23 prosent, mens vel 13 prosent hentes inn som ekstern egenkapital. Regnskapstallene tyder dermed på at finansieringsmønsteret for norske foretak ikke skiller seg vesentlig ut fra det en finner i andre OECD-land.

Tabell 3.3 Tilførsel og bruk av kapital i norsk industri og bergverk 1983–92 (%)*

	Totalt	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
<i>Tilførsel</i>	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Selv-finansiering	63,0	79,3	80,8	74,8	38,2	53,2	51,2	71,8	68	70,4	44,5
Ekstern egenkapital	13,4	13,4	18,1	12,4	20,6	7,6	19,1	6,3	18,7	8,1	8,2
Langsiktig gjeld	23,6	7,4	1,1	12,8	41,1	39,2	29,8	6,3	13,3	21,5	47,3
<i>Bruk</i>	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Investering i anleggsmidler	89,0	64,2	92,9	126,7	107,9	103,9	22,4	112,6	31	94,3	134,6
Endring i arbeidskapital	11,0	35,8	7,1	-26,7	-7,9	-3,9	77,6	-12,6	69,0	5,7	-34,6

Kilde: NOS Regnskapsstatistikk

* NOS Regnskapsstatistikk omfatter foretak i bergverksdrift og industri med minst 50 sysselsatte, fra og med 1991 med minst 100 sysselsatte.

⁵ Store foretak defineres her etter NOS Regnskapsstatistikk, som omfatter foretak i bergverksdrift og industri med minst 50 sysselsatte, fra og med 1991 med minst 100 sysselsatte.

De gjennomsnittlige tallene dekker imidlertid over store årlige variasjoner. Selvfinansieringsgraden varierer fra 38 til 80 prosent og gjeldsandelene fra om lag 1 til i overkant av 40 prosent i perioden 1983–1992. Den alt-overveiende delen av midlene anvendes til investeringer i realkapital. Gjennomsnittlig i perioden ble 89 prosent investert i anleggsmidler. Bruken av midlene svinger imidlertid sterkt fra år til år.

3.7 Oppsummering

Kapitalmarkedets viktigste funksjoner er å tilføre kapital, fordele risiko, gi signaler til ledelsen i investeringsbeslutninger og utøve kapitalkontroll. Kapitalmarkedene er effektive når de reflekterer all tilgjengelig og relevant informasjon slik at når eiendeler omsettes, er prisene mest mulig nøyaktige signaler for kapitalallokeringen. En optimal kombinasjon av egenkapital- og gjeldsfinansiering antas å gi de riktige incentivene til foretaksledelsens innsats og vilje til risiko i investeringer. En økende gjeldsgrad kan gi signaler om økte framtidige inntekter, men en *for* høy gjeldsandel vil øke risikoen for konkurs og kan gi incentiver til å maksimere kortsiktig avkastning på bekostning av foretakets langsiktige verdiskaping. En viss mengde egenkapital er gjerne nødvendig for å oppnå gjeldsfinansiering. Bruk av egne oppsparte midler tolkes også som et signal om at foretaket har tro på sitt eget prosjekt.

Imperfekt informasjon i kapitalmarkedene fører til at ekstern kapital blir dyrere enn tilbakeholdt overskudd. Bedriftene er imidlertid avhengige av kapitaltilførsel fra eksterne investorer for å kunne foreta nødvendige investeringer. Kostnadene ved ekstern kapitaltilførsel kan være særlig tunge å bære for småforetak og nyetablerte foretak. Denne gruppen antas å være mest utsatt for restriksjoner i kapitalmarkedet.

Tilbakeholdt overskudd utgjør foretakenes viktigste kilde til finansiering av investeringer. Deretter kommer lån, mens ekstern egenkapital som oftest utgjør en ubetydelig finansieringskilde. En finner i hovedtrekk det samme finansieringsmønsteret i Norge som i de andre utvalgte OECD-landene. I finansiell teori forklares gjerne finansieringsstrukturen med imperfeksjoner i kapitalmarkedene. Mangelfull og skjevt fordelt informasjon fører til at ekstern kapital i form av lån eller egenkapital er dyrere enn egne oppsparte midler. For store foretak ser empirien ut til å bekrefte de teoretiske antakelsene. Det antas imidlertid at finansieringsproblemene er størst for små og nyetablerte foretak. Dette er temaet for neste kapitell.

Kapittel 4

Finansiering av småforetak

4.1 Innledning

Det er en utbredt antakelse at små og nyetablerte foretak har spesielle problemer med å finansiere sine investeringer. Svikt i kapitalmarkedene og lav lønnsomhet anføres gjerne som hovedårsaker til finansieringsproblemene. Det er ofte lite overskudd å holde tilbake, og asymmetrisk informasjon mellom långivere og låntakere, eller mellom investorer og eiere, gjør det vanskelig å få lån eller å få tilgang til ekstern egenkapital. Kostnadene knyttet til ekstern kapital (jf. kapittel 3.4) antas å være særlig store for små og nyetablerte foretak. Denne antakelsen finner støtte i empiriske studier (Boye og Kinserdal 1992, Waage 1979).

I dette kapitlet rettes oppmerksomheten spesielt mot begrensninger for finansiering av småforetak og hvordan småforetak opererer i segmenterte og imperfekte kapitalmarkeder. Kapitlet tar utgangspunkt i teorier og funn om finansiering av småforetak som deretter etterprøves på empirisk materiale. Del 4.2 gir en oversikt over foretakenes finansieringskilder og utviklingsfaser samt bruk av venture-kapital. I del 4.3 presenteres empiriske funn om foretaksfinansiering med utgangspunkt i regnskapsdata og en spørreskjemaundersøkelse som FAFO har gjennomført. I del 4.4 drøftes om foretakene møter finansielle problemer, i tilfelle hvilke og hva problemene kan skyldes. I del 4.5 oppsummeres de empiriske hovedfunnene i lys av teoretiske antakelser.

4.2 Finansieringskilder og utviklingsfaser

Små og nyetablerte foretak har vanligvis begrenset adgang til ordinære låne- og egenkapitalmarkeder, og er gjerne henvist til å operere i spesielt segmenterte og imperfekte markeder. Imperfeksjonene i kapitalmarkedene for finansiering av småforetak kommer til uttrykk på både tilbuds- og etterspørselssiden. De er resultat av 1) finansielle og regulerende terskler på de tradisjonelle markedene for foretaksfinansiering og 2) størrelse og økono-

miske kjennetegn ved de foretakene som etterspør kapital (Walker 1989: 285).

Walker (1989) refererer til flere studier som viser at småforetak sjelden oppnår langsiktige lån og egenkapital i tradisjonelle finansmarkeder, men må ty til kortsiktige kreditter og ekstern egenkapital fra uformelle investorer (egen formue, familie og venner) for å finansiere sine foretak. Finansieringsproblemene er særlig påtrengende i oppstartings- eller etableringsfasen, hvor også akutte likviditetsproblemer kan true driften (Waage 1979). I senere faser kan venture-kapital og offentlige låne- og tilskuddsordninger spille en viss rolle.

Tilbakeholdt overskudd er vanligvis en helt avgjørende egenkapitalkilde for småforetak. Det fordrer imidlertid en inntjening som ikke bare dekker kostnader, men også gir rom for utbytte og sparing. En situasjon med lav lønnsomhet, svak soliditet og dårlig likviditet gir foretakene liten finansiell handlefrihet og redusert evne til å møte så vel nedgangstider som vekstperioder. Evnen til å betjene gjeld, og møte kortsiktige likviditetskriser samt muligheten til å foreta nye satsinger er avhengig av en tilstrekkelig inntjening og en rimelig tilgang til finansieringskilder.

Finansieringskilder

Foretakene benytter forskjellige kapitalkilder for å finansiere sine investeringer, og det er utviklet ulike finansielle instrumenter for å fordele risiko. Disse skiller seg fra hverandre når det gjelder løpetid, avkastningsnivå, risikoinnhold, overførbarhet og hvem som kan utstede og eie dem. Bergström (1988) skiller mellom to hovedtyper av finansielle instrumenter, gjeldsbrev og aksjer. Gjeldsbrev er en lånekontrakt hvor en avser fordringer på fysiske og juridiske personer, og hvor det er en fast avkastning, vanligvis upåvirket av foretakets resultat. Aksjer er en eierkontrakt hvor en oppnår en partiell eierrett til foretakets nåværende og framtidige formue. Avkastningen er dermed avhengig av foretakets resultat.

Tilbakeholdt overskudd og overskuddslikviditet utgjør foretakenes viktigste interne finansieringskilder. De viktigste eksterne finansieringsformene kan deles inn i de tre kategoriene som vist under (Hansen 1993):

<i>Kortsiktig gjeld¹</i>	<i>Langsiktig gjeld</i>	<i>Egenkapital</i>
Leverandørkreditt	Gjeldsbrev	Aksjekapital
Diskonteringskreditt	Pantelån	KS-kapital
Kassakreditt	Byggelån	ANS-kapital
Confirming	Obligasjonslån	Ansvarlig lån
Factoring	Utenlandslån	Uformelle investorer
Kortsiktige kreditter	Leasing	(familie, venner)
Offentlige låneordninger	Offentlige låneordninger	Offentlige tilskuddsordninger
		Venture-kapital

¹ Som kortsiktig gjeld regnes gjeld som forfaller til betaling innen ett år etter regnskapsårets utløp. Langsiktig gjeld er gjeld som forfaller senere enn ett år etter regnskapsårets utløp (NOS regnskapsstatistikk 1992).

Finansierings- og utviklingsfaser

Et foretak utvikler seg gjerne i flere faser hvor mål, aktiviteter og finansieringsstruktur skifter over tid. Det finnes en rekke typologier for klassifisering av ulike finansierings- og utviklingsfaser for et foretak (Churchill og Lewis 1983, Ruhnka og Young 1987, Walker 1989, Hansen 1993). Typologiene varierer noe i detaljeringsgrad og i antall utviklingsfaser samt hvilke kritiske variabler det fokuseres på. Følgende faser utgjør en ganske vanlig inndeling: etablering, vekst, metning, nedgang og eventuell avvikling. Figur 4.1 gir en oversikt over foretakets finansierings- og utviklingsfaser.

Figuren gir en stilisert framstilling av et foretaks utviklingsfaser og finansieringsstruktur. Formålet er å illustrere hvordan aktiviteter og mål skifter, og hvordan ulike finansieringskilder blir tilgjengelige etter hvert som foretaket utvikler seg. Livssyklusen kan variere for ulike foretak, de enkelte fasene vil ofte overlappe hverandre og de ulike aktivitetene utføres gjerne samtidig. Erfaring viser at en stor andel småforetak ikke overlever etableringsfasen, at de fleste som overlever forblir små, og at svært få utvikler seg til større, vel-etablerte foretak (jf. kapittel 2).

I etableringsfasen finner en ifølge Walker (1989) foretak som har vært i virksomhet i inntil fire år, og hvor det primære formålet er å overleve. Fasen omfatter det som ofte benevnes som seed- og start-up-fase samt selve

Figur 4.1 Finansierings- og utviklingsfaser*

Fase	Etablering	Vekst	Etablert	Modent
Aktivitet	Idé/innovasjon, forskning, produktutvikling, markedstester	Produkt- og markedsutvikling FoU	Strategiutvikling, realinvesteringer, markedsføring	
Mål	Overleve	Lønnsomhet, avkastning, moderat vekst	Lønnsomhet, avkastning	Vekst, markedsandeler
Egenkapital	Egen formue, uformelle investorer, offentlige tilskudd	Tilbakeholdt overskudd off. tilskudd (venture)	Tilbakeholdt overskudd, venture, risikokapital over det ordinære egenkapitalmarkedet	
Gjeld	Kortsiktig gjeld	Kortsiktig gjeld, noe langsiktig	Kortsiktig og langsiktig gjeld over det ordinære lånemarkedet	
Kredittverdighet	Lav	Lav/økende	Høy	Høy/avtakende

* Figuren bygger i hovedsak på Walker (1989), men bruker også elementer fra Churchill og Lewis (1983), Ruhnka og Young (1987) og Hansen (1993).

etableringen, og aktivitetene spenner fra idéutvikling og forskning til kommersialisering av produktene. Det er ofte store krav til investeringer i produkt- og markedsutvikling, og fasen preges av høy usikkerhet og stor risiko. Inntjeningen er lav eller negativ og likviditetsbehovet stort.

I denne fasen finansieres gjerne foretaket ved hjelp av entreprenørens egen formue og midler fra uformelle investorer som familie og venner samt fra offentlige tilskuddsordninger. På lånesiden er foretaket henvist til kort-siktig gjeldsfinansiering, for eksempel kassakreditt og leverandørkreditt. Høy risiko og begrenset lønnsomhet gjør at kreditorene vanligvis er tilbakeholdne med å gi kreditt, og lån gis ofte med garanti i entreprenørens personlige formue (for eksempel hus eller hytte).

I vekstfasen finner en foretak som har kommet seg gjennom etableringsfasen og som begynner å tjene penger. Formålet er ikke lenger bare å overleve, men å øke overskuddet og avkastningen på innskutt kapital samt å ekspandere. I vekstfasen preges aktivitetene av investeringer i økt produksjonskapasitet, produktutvikling og videreutvikling av distribusjonsnettet. Den finansielle og forretningsmessige risikoen er avtakende, og kredittverdigheten er økende. Foretaket kan lettere oppnå mer langsiktig gjeldsfinansiering, som for eksempel pantelån med løpetid utover ett år. Et foretak i vekstfasen kan også få tilgang på ekstern egenkapital, men vil neppe få midler fra det ordinære kapitalmarkedet på grunn av sin størrelse og korte kredithistorie. Tilbakeholdt overskudd utgjør den viktigste egenkapitalkilden sammen med offentlige tilskudd og venture-kapital.

Et etablert foretak er et foretak som har klart å opparbeide et godt renommé og en etablert kundekrets, og som har god kredittverdighet. Formålet er å sikre en inntjening som gir finansiell handlefrihet, god soliditet og høy likviditet. Aktivitetene er knyttet til strategiske veivalg, realinvesteringer i produksjon og markedsføring. Den økonomiske situasjonen sammen med en relativt god kredittverdighet, gjør at etablerte foretak kan operere i ganske velutviklede finans- og kapitalmarkeder. Etablerte foretak kan ta i bruk et større spekter av låne- og egenkapitalinstrumenter til sine investeringer og har ofte lettere tilgang til venture-kapital enn foretak i vekstfasen. Tilbakeholdt overskudd er fortsatt den viktigste kilden til egenkapital.

Modne foretak er ifølge Walker (1989) foretak som har overlevd mer enn én generasjon entreprenører, og eierskapet er gjerne mer spredt. Aktivitetene er som i etablerte foretak i stor grad knyttet til strategiutvikling, investeringer i produksjon og markedsføring. Et modent foretak opererer gjerne i markeder hvor konkurransen er stor og kampen om markedsandeler hard. Vekst og markedsandeler blir derfor like viktige mål som lønnsomhetsmaksimering og høy avkastning. Fortjenesten er snarere en begrensning for ønskede aktiviteter enn et mål for virksomheten. Modne foretak kan benytte de fleste finansieringsinstrumenter i det ordinære finans- og kapitalmarkedet, med unntak av finansmarkeder som er spesielt innrettet mot finansiering av storforetak.

Figur 4.1 viser foretakenes livssyklus fra idé og etablering fram til et veletablert eller modent foretak. Foretak kan imidlertid også bli overmodne og nå en metningsfase og eventuelt en avviklingsfase. Dersom markedet svikter, lønnsomheten avtar og soliditeten svekkes, vil både den finansielle og den forretningsmessige risikoen øke. Foretaket vil da få problemer med å betjene gjeld og betale utbytte, og det vil oppstå likviditetsvansker og problemer med å finansiere nye investeringer. I en slik situasjon kan foretaket bli nødt til å begrense, omstille eller avvike aktiviteten helt eller delvis.

Finansieringsbehov og finansieringsproblemer vil variere etter hvor i livssyklusen et foretak befinner seg. Studier viser at små, nyetablerte bedrifter uten tilknytning til et større foretak har vanskeligere for å klare seg enn bedrifter som ved etablering er større eller inngår i et foretak (Kristiansen 1992). Dette kan skyldes at små nyetableringer uten foretakstilknytning møter særlig store problemer med å få finansiering. Det ser også ut til at immaterielle investeringer er spesielt vanskelige å finansiere, og at venture-kapital i liten grad spiller den rollen den var tiltenkt som utviklingskapital i de tidlige fasene.

Venture-kapital

Entreprenører med gode ideer som krever stor FoU-innsats, og små foretak med gode produkter som fordrer kommersialisering, har ofte en for svak kapitalbase til å kunne etablere seg eller ekspandere. Svikt i finans- og kapitalmarkedene fører til at entreprenører og investorer ikke vet om, eller ikke vet nok om, hverandre. Venture-selskaper skal løse dette problemet ved å kople sammen kapital og prosjekter, slik at rentable investeringer blir gjennomført.

Det finnes en rik litteratur om venture-kapital, men ingen entydig definisjon av hva slags kapital dette er (Ruhnka og Young 1987, 1991; Sahlman 1990; Bygrave & Timmons 1986, 1992; Nordisk Ministerråd, Arbeidsrapport 1993:577; NPC 1989). De viktigste kjennetegnene ved venture-kapital kan imidlertid oppsummeres som følger:

- risikokapital i form av aksjekapital og konvertible lån
- innsats av eierkapital i unoterte foretak
- eierandeler fortrinnsvis i form av minoritetsposter
- tidsbegrensede engasjement
- tilførsel av kompetanse og kontakter til de foretak venture-selskapene investerer i
- avkastning primært gjennom realisert verdistigning, dernest gjennom aksjeutdeling og renter

Venture-kapital innebærer ikke bare tilførsel av risikokapital; et like viktig bidrag til verdiskapingen består i å tilføre foretaket kompetanse og kontakter. Det skjer ved at venture-selskaper går inn som partnere i foretak på ledelsessiden, etablerer kontakt med kunder og leverandører og bidrar til

langsiktig strategiutvikling. I en undersøkelse blant 43 norske bedrifter i ulike bransjer rapporterer nær halvparten at de har positive erfaringer med venture-kapital. Økt kapitaltilgang og kvalifisert rådgivning ble oppgitt som de viktigste motivene for å trekke inn venture-selskaper som medeiere i bedriftene (NPC 1989).

Venture-kapitalen var i sterk vekst på første halvdel av 1980-tallet, særlig i USA, men også i Norge (NPC 1989). Opprinnelig gikk venture-kapital til investeringer i tidlige utviklingsfaser, gjerne i høyteknologiske bransjer med gode muligheter for høy avkastning, men hvor det også var høy grad av usikkerhet og stor risiko for å mislykkes. Investeringer i høyteknologiske bransjer dominerer fortsatt, men venture-selskapenes aversjon mot små og risikofylte satsinger har økt de senere årene. Venture-selskapene er blitt langt mer forsiktige i sine investeringer, og større andeler av venture-kapitalen går nå til mer veletablerte foretak i senere utviklingsfaser. (Bygrave og Timmons 1986, 1992; Nordisk Ministerråd, Arbeidsrapport 1993:577). Resultatet er at det blir vanskeligere å finansiere investeringer i såings- og oppstartingsfasen.

4.3 Finansiering av små industriforetak i Norge

Felles for de fleste studier som omhandler finansiering av småforetak er at de finner at:

- småforetak har lite langsiktige lån eller ekstern egenkapital fra tradisjonelle markeder
- småforetak har egenkapital fra uformelle investorer (familie, venner)
- småforetak har spesielle finansieringsproblemer i oppstartingsfasen, men kan senere få tilførsel fra venture-kapital eller offentlige ordninger
- tilbakeholdt overskudd er den viktigste kilden til egenkapital i småforetak, men svak inntjening/lønnsomhet begrenser kapitaltilførselen (dette belyses nærmere i kapittel 5 om lønnsomhet og soliditet).

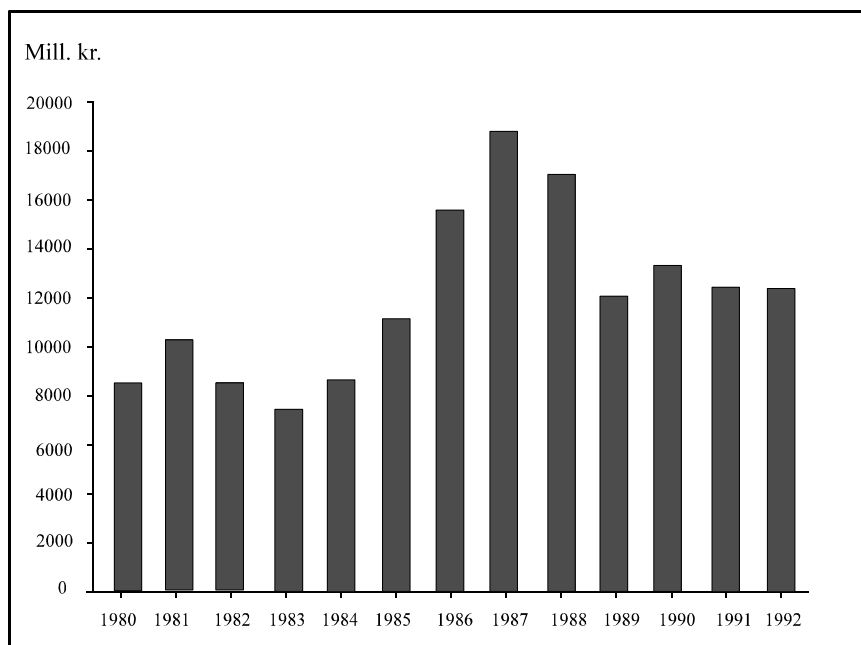
Med utgangspunkt i regnskapsdata og en egen utvalgsundersøkelse (jf. kapittel 1.2 om data) vil vi forsøke å etterprøve om disse resultatene er i samsvar med våre funn. Først beskrives investeringsaktiviteten i industrien i perioden 1980–1992, deretter gis det en oversikt over hvordan små industriforetak faktisk finansierer sine investeringer. Avslutningsvis fokuseres det på mulige finansieringsproblemer og hva disse kan skyldes. I analysen er vi interessert i å avdekke om det er forskjell i finansieringsmønster og finansieringsproblemer mellom foretakene, og å avklare om slike variasjoner kan tilbakeføres til kjennetegn ved foretakene, for eksempel størrelse, bransje, landsdel, eierform, konkurranse, etableringsår eller styrets rolle i foretaket.

Investeringer i industrien

I perioden 1980–1992 har de årlige gjennomsnittlige investeringene i industrien ligget på snaut 12 milliarder kroner. Som det framgår av figur 4.2, nådde investeringene en topp i 1987 med nærmere 19 milliarder kroner, for så å falle til om lag 12 milliarder i 1989. På begynnelsen av 1990-tallet flatet investeringene ut med en svak reduksjon fra 13,3 milliarder kroner i 1990 til 12,3 milliarder i 1992. Etter flere år med lav investeringsaktivitet og markedstilpasning ligger det an til en kraftig økning i industriens investeringer i 1995 (*Ukens Statistikk* 1/95).

Det er store variasjoner i investeringsaktiviteten mellom sektorene. Ser en på de første årene av 1990-tallet, finner en at i utekonkurrerende industri økte investeringene innen treforedling både i 1990 og 1992. I hjemmekonkurrerende industri var det vekst i investeringene i kjemisk-teknisk industri og maskinindustri i 1990 og i verkstedindustrien i 1991, mens det for sistnevnte år var nedgang i investeringene innen produksjon av trevarer. I skjermet industri var det oppgang i investeringene i grafisk i 1990, og nedgang i 1991.

Figur 4.2 Bruttoinvesteringer i industrien 1980–1992. Millioner kroner



Kilde: NOS Regnskapsstatistikk

Investeringer i små industriforetak

I FAFOs spørreundersøkelse ble foretakene spurt om de har foretatt investeringer i tidsrommet 1990–1992, og hvordan disse er finansiert. Undersøkelsen inneholder ikke opplysninger om hvor store investeringene er, eller om størrelsen på de ulike finansieringskildene som er brukt. Det vi kan si

noe om på grunnlag av denne spørreundersøkelsen, er hvor stor andel av foretakene som faktisk har investert i disse tre årene og andelen foretak som oppgir hva som utgjør deres viktigste finansieringskilder. Regnskapstallene som presenteres i tabell 4.2, viser imidlertid tilførsel og bruk av kapital for små industriforetak i perioden 1984–1991. De ulike datasettene supplerer dermed hverandre. Spørreundersøkelsen viser andelen foretak som har benyttet de ulike finansieringskildene, mens regnskapsdataene forteller hvor stor andel av foretakenes investeringer som finansieres ved tilbakeholdt overskudd, gjeld eller ekstern egenkapital.

FAFOs undersøkelse viser at i overkant av halvparten (55 prosent) av småforetakene har foretatt investeringer i tidsrommet 1990–1992. Som det framgår av tabell 4.1, øker andelen foretak som har foretatt investeringer med antall ansatte. Godt under halvparten (44 prosent) av foretakene med 0–5 ansatte har investert i perioden 1990–92, mot 9 av 10 foretak med 21–50 ansatte. Kun en tredjedel av de minste foretakene med én ansatt eller mindre har gjort investeringer i tidsrommet 1990–1992. Forskjellen i investeringsaktivitet kan skyldes at de største småforetakene har bedre tilgang til finansieringsmidler, blant annet som en følge av at de i langt større grad enn de mindre er knyttet til andre foretak. Analysen viser nemlig at det blant foretak som har investert, er en langt større andel foretak som omfatter flere bedrifter eller kan betraktes som datter- eller morselskap, enn foretak som ikke har noen form for tilknytning.

Undersøkelsen viser også at det er noe variasjon i investeringer etter bransje. Andelen foretak som har investert, er høyest innenfor næringsmiddelindustri og framstilling av kjemiske produkter, hvor om lag 70 prosent av foretakene har investert i perioden 1990–1992. Den laveste andelen finner en innenfor tekstilindustri og annen industriproduksjon, hvor henholdsvis 40 og 30 prosent av foretakene har investert i løpet av treårsperioden. Hvor foretakene er lokalisert, eller når de er etablert, ser derimot ikke ut til å ha noen betydning for om de har foretatt investeringer eller ikke.²

Tabell 4.1 Andel småforetak som har gjort investeringer etter foretaksstørrelse (%)

Antall ansatte	0–5	6–10	11–20	21–49
Ja, investeringer	44	79	81	89
Nei, investeringer	33	18	14	6
Ubesvart	23	3	5	5
	100	100	100	100
(N)	-388	-67	-54	(71)

Kilde: FAFOs spørreundersøkelse 1993

² I en finansieringsanalyse som vil bli publisert i løpet av 1995, vil det bli redegjort nærmere for sammenhengen mellom foretakenes lønnsomhet/resultat og investeringer.

Finansiering av investeringer i små norske industriforetak

I kapittel 3 så vi at tilbakeholdt overskudd var den klart viktigste finansieringskilden for investeringer i foretak både i Norge og i andre OECD-land. I perioden 1983–1992 utgjorde den løpende selvfinansieringen om lag 63 prosent av investeringene i foretak med over 50 ansatte i norsk industri og bergverk (jf. tabell 3.3). Av tabell 4.2 framgår det at selvfinansieringsgraden er enda høyere for små industriaksjeselskap med under 50 sysselsatte. Tilførsel fra årets virksomhet, som er et mål på tilbakeholdt overskudd før avskrivninger og nedskrivninger, finansierer om lag 90 prosent av investeringene. Langsiktig gjeld står for om lag 23 prosent, mens andelen egenkapital tilført utenfra er negativ.

I begrepet egenkapital tilført utenfra inngår nytegnede aksjekapital (inklusive overkurs) og liknende kapitalutvidelser samt egenkapitalutvidelser i tilknytning til fusjon. Eventuelle tilbakebetalinger av aksjekapital og kapitalutgang i forbindelse med fisjon kommer til fradrag (NOS Regnskapsstatistikk 1992:14). Tilbakebetaling eller kapitalutgang ved fisjon er neppe forklaring på den negative tilførselen av egenkapital utenfra som vi finner i vårt materiale. Resultatet er nok snarere et uttrykk for dårlige resultater, det vil si at foretakene har gått med underskudd og dermed tært på egenkapitalen. Denne antakelsen styrkes av regnskapsanalysen, som viser svake driftsresultater og svekket soliditet for små industriaksjeselskap i perioden 1983–1992. Særlig gjelder dette siste halvdel av 1980-tallet. I tidsrommet 1987–1991 er resultat før ekstraordinære poster negativt og i

Tabell 4.2 Tilførsel og bruk av kapital i små norske industriforetak 1983–91(%)

	Totalt	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
<i>Tilførsel</i>	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Selv-finansiering	92,3	115,1	79,0	82,8	123,2	86,4	92,6	59,6	100
Ekstern egenkapital	-15,6	-27,8	0,0	-8,2	-44,3	-2,6	-11,6	-24,5	5,9
Langsiktig gjeld	23,3	12,7	21,0	25,4	21,1	16,2	19,0	64,9	5,5
<i>Bruk</i>	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Investering i anleggsmidler	47	18,0	25,0	108,8	64,0	65,9	51,0	17,6	25,9
Endring i arbeidskapital	53	82,0	75,0	-8,8	36,0	34,1	49,0	82,4	74,1
N		130	137	159	166	197	234	258	288

Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk

* Statistikken omfatter bare foretak med under 50 sysselsatte, og som er organisert som aksjeselskap.

årene 1990 og 1991 er også egenkapitalen negativ (jf. FAFOs regnskapsstatistikk 1983–1992, tabell 12b:152–153).

Det er store årlige variasjoner i finansieringsmønsteret i tidsrommet 1984–1991. Selvfinansieringsgraden svinger fra snaut 60 til over 120 prosent og gjeldsandelen fra om lag 5 til 65 prosent. Bruken av midlene i perioden fordeler seg omtrent likt på investeringer i anleggsmidler og endringer i arbeidskapital (47 mot 53 prosent). Det innebærer at en langt mindre del av kapitaltilførselen går til investeringer i realkapital i de små industriforetakene enn i de store.

Resultatene i spørreundersøkelsen er i samsvar med det regnskapsdataene viser. Som det framgår av figur 4.3, oppgir foretakene at tilbakeholdt overskudd er den vanligste finansieringskilden for investeringer foretatt i perioden 1990–1992. Om lag halvparten (49 prosent) av foretakene som har investert, oppgir at midler oppspart i bedriften er den mest benyttede finansieringskilden. På de neste plassene følger pantelån, kortsiktige lån samt offentlige låne- og tilskuddsordninger, med henholdsvis 34, 22 og 18 prosent. Resultatene er stort sett i samsvar med det en kunne forvente ut fra teorier om og studier av finansiering av småforetak.

Noe overraskende er det kanskje at pantelån brukes mer enn kortsiktige lån. Forklaringen kan være at mange kan stille god sikkerhet utenfor næringsdriften, for eksempel pant i eget hus e.l. Små foretak har imidlertid ofte kortsiktig finansiering og en stor andel kortsiktige lån. Dette bekreftes i analysen av småforetakenes kapitalstruktur, jf. kapittel 5.7, som viser at i perioden 1983–1992 utgjør kortsiktig gjeld i gjennomsnitt 50–60 prosent av totalkapitalen. Ut fra dette kunne en kanskje forvente at flere ville oppgi kortsiktige lån som finansieringskilde.

Her må en imidlertid skille mellom kapitalstruktur og kapitaltilførsel. Balansen påvirkes av driften, og den omfatter både anleggsmidler og om-løpsmidler, offentlig gjeld, leverandørgjeld osv. En høy andel kortsiktig gjeld viser at et foretak er avhengig av kortsiktig finansiering for å få driften til å gå rundt, men forteller ikke nødvendigvis hvordan foretaket til enhver tid finansierer sine løpende investeringer. Til det trengs det tall for løpende kapitaltilførsel.

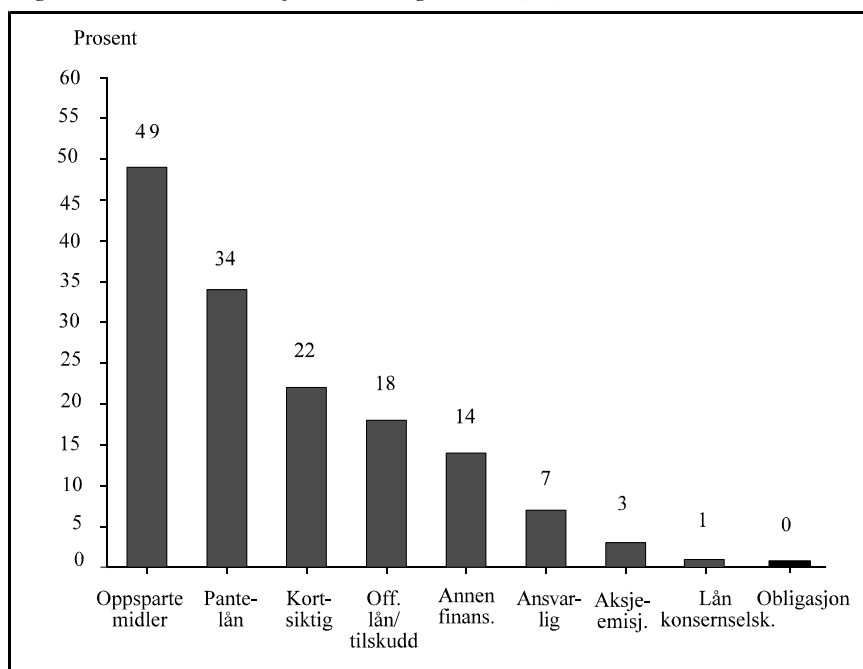
Tallene i tabell 4.2 og figur 4.3 refererer nettopp til den løpende tilførselen av kapital og kan tolkes som at foretakene i hovedsak bruker langsiktige midler (egenkapital og pantelån) til sine realinvesteringer. Det er i tilfelle slik Boye & Kinserdal (1992) mener et foretak bør finansieres. De stiller som minstekrav at de langsiktige investeringene (anleggsmidlene) må finansieres med langsiktig gjeld og egenkapital. Ellers kan bedriften møte likviditetsproblemer og i verste fall gå konkurs.

Som finansieringsanalysen i tabell 4.2 viser, og som det framgår av figur 4.3, spiller det eksterne egenkapitalmarkedet en helt ubetydelig rolle i finansieringen av småforetak. Kun 3 prosent av foretakene har hentet inn kapital via nyemisjon, mens om lag 7 prosent har benyttet ansvarlig lån. Ingen av småforetakene har benyttet utenlandsk pantelån eller finansiert seg

i obligasjonsmarkedet. Dette er låneordninger som i hovedsak brukes av store foretak, og hvor kostnadene er relativt høye (jf. kapittel 3). Analysen av kapitalstruktur i kapittel 5 viser at obligasjonslån utgjør en relativt stor andel av storforetakenes langsiktige finansiering.

Egenkapital fra uformelle investorer som familie og venner antas å være en viktig kilde i etableringsfasen. Om lag 14 prosent av foretakene i FAFOs undersøkelse oppgir å ha finansiert investeringene ved hjelp av såkalt annen finansiering.³ Denne finansieringsformen er mest utbredt blant foretak som er etablert i perioden 1990–93 (om lag 32 mot om lag 12 prosent blant foretak som er etablert før 1990). Leasing er den av andre finansieringsformer som nevnes hyppigst i tillegg til ulike lokale tilskuddsordninger. Midler fra familie og venner er nesten helt fraværende. Det innebærer at tesen om uformelle investorer ikke treffer særlig godt for de småforetakene i vårt materiale som har investert i perioden 1990–1992.

Figur. 4.3 Foretakenes finansieringskilder (%). N = 299⁴



Kilde: FAFOs spørreundersøkelse 1993

³ Respondentene er bedt om å spesifisere hvilke andre finansieringskilder som er benyttet. Blant de foretakene som har investert, er det 39 foretak som oppgir å ha benyttet såkalte andre finansieringskilder. Halvparten av disse oppgir leasing eller lokale (offentlige) tilskuddsordninger, kun to oppgir egne sparemidler og ett foretak oppgir familie.

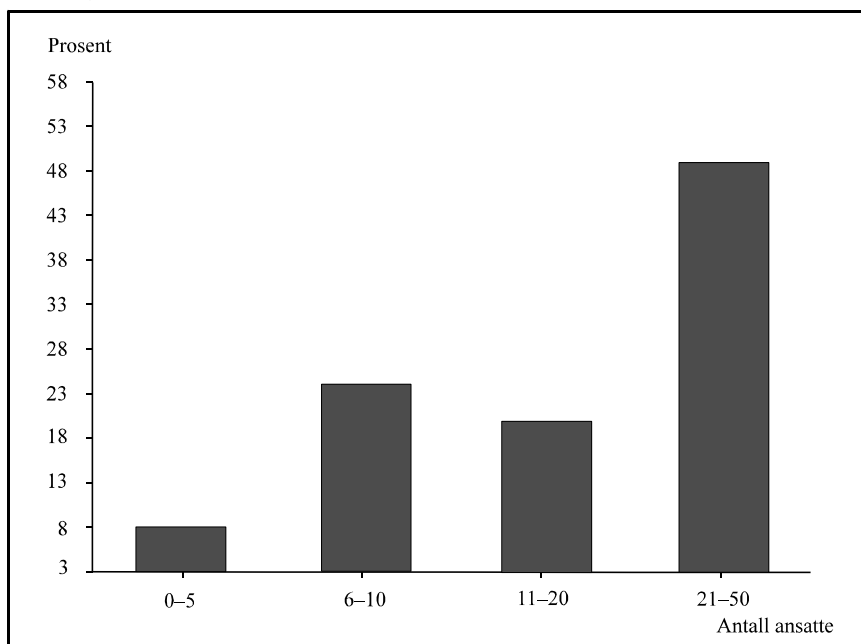
⁴ Foretak som har gjort investeringer, har krysset av for sin viktigste, nest viktigste og tredje viktigste finansieringskilde. Disse er slått sammen for å få et samlet uttrykk for hvilken finansieringskilde som er mest benyttet. Siden foretakene har krysset av for flere svar, blir totalen mer enn hundre prosent.

Det koster å være liten

Det er små eller ingen forskjeller i bruken av de ulike finansieringskildene om en ser på foretakene etter ulike kjennetegn som bransje, størrelse, landsdel, eierform og etableringsår. Kun for offentlige låne- og tilskuddsordninger synes det å være en viss variasjon etter størrelse og landsdel. Som det framgår av figur 4.4, er det de største foretakene (20–49 ansatte) som hyppigst benytter offentlige finansieringsordninger. Om lag halvparten (49 prosent) av disse oppgir offentlige låne- og tilskuddsordninger som sin viktigste, nest- eller tredje viktigste finansieringskilde, mot bare 8 prosent av de minste foretakene (0–5 ansatte). Det innebærer at andelen foretak som benytter offentlige finansieringsordninger, er seks ganger større blant foretak med 20–49 ansatte enn blant de minste foretakene med under 5 ansatte.

En mulig forklaring på variasjonen etter størrelse kan være at de minste foretakene ikke har de nødvendige ressursene som kreves for å gjøre seg kjent med og søke om offentlig finansiering. En annen forklaring kan være risikovegring fra de offentlige låne- og egenkapitalordningene. Det er større risiko for at små bedrifter ikke skal kunne betjene gjeld, enn for at store bedrifter ikke skal klare det. Små bedrifter har ofte dårlig inntjening, lav egenkapital og svak likviditetsutvikling. Dette bekreftes i vår undersøkelse og i en rekke andre studier. Tall fra FAFOs regnskapsstatistikk for små industriforetak i tidsrommet 1983–1992 viser at større småforetak har noe lavere lønnsomhet, målt ved driftsresultat som andel av driftsinntekter, og

Figur 4.4 Andel foretak som har benyttet offentlige låne- og tilskuddsordninger etter størrelse (%). $N = 299$



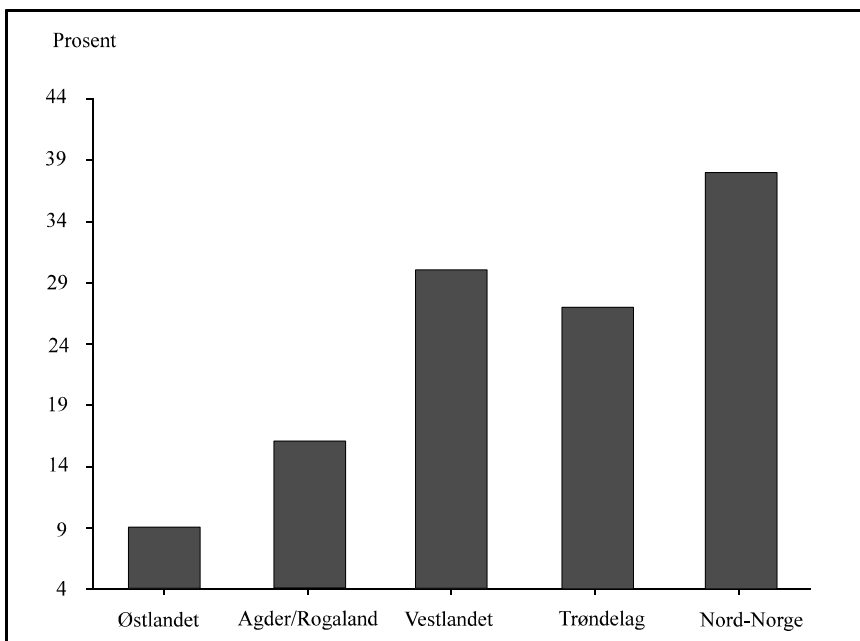
Kilde: FAFOs spørreundersøkelse 1993

klart svakere soliditet enn store foretak, jf. kapittel 5 og FAFOs regnskapsstatistikk 1983–1992. Boye og Kinserdals (1992) analyse av DU-bedriftene for perioden 1986–1990 viser også at det er en klar sammenheng mellom bedriftenes størrelse og deres lønnsomhet og soliditet. De minste bedriftene er minst lønnsomme og har svakest soliditet både om en ser på alle næringer samlet eller bare på industrien.

Risikoanalyser fra Norges Bank av bedrifter som har fått støtte fra Distriktenes utviklingsfond viser også at det er flest høyrisikobedrifter blant de små. I 1991 hadde 34,2 prosent av DU-bedriftene med omsetning på under 5 millioner kroner negativ inntjening. Tilsvarende tall for bedrifter med omsetning på mellom 5 og 20 millioner og bedrifter med omsetning på over 20 millioner kroner, var henholdsvis 25,7 og 13,6 prosent. Inntjeningen (resultatet før ekstraordinære poster pluss avskrivninger, minus skatt) måles i forhold til langsiktig gjeld og gir et mål på den enkelte bedrifts evne til å nedbetale denne gjelden (Karlsen 1992).

Det svake økonomiske grunnlaget gjør de minste bedriftene mer risikoutsatt og mindre kredittverdige. Når risikoen for tap øker, reduseres mulighetene for lån eller tilskudd. Både ressursforklaringen og risikoforklaringen kan dermed vise til kostnadene ved å være liten. I det første tilfellet står de minste foretakene overfor et informasjonsproblem, i det andre tilfellet står de overfor et seleksjonsproblem.

Figur 4.5 Andel foretak som har benyttet offentlige låne- og tilskudsordninger etter landsdel (%). N = 297



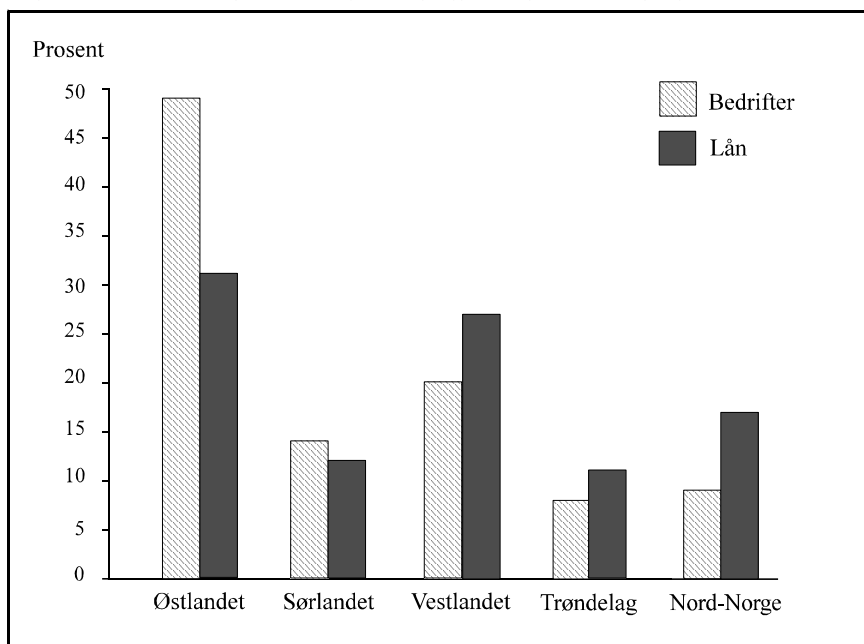
Kilde: FAFOs spørreundersøkelse 1993.

Flest foretak i Nord-Norge med offentlige midler

Det er også geografiske forskjeller i bruken av offentlige låne- og tilskuddsordninger. Som figur 4.5 viser, benyttes offentlige finansieringsordninger mest av foretak i Nord-Norge og minst av foretak på Østlandet. Det er fire ganger så mange foretak i Nord-Norge som bruker offentlige låne- og tilskuddsordninger som det er på Østlandet (38 mot 9 prosent). Foretak på Vestlandet og i Trøndelag befinner seg i en mellomstilling.

Resultatene her samsvarer godt med den faktiske fordelingen av distriktspolitiske virkemidler. Andelen bedrifter som mottar lån og tilskudd er langt høyere i Nord-Norge enn på Østlandet. En oversikt fra Statens nærings- og distriktsutviklingsfond (SND) for løpende låneengasjementer per 1.1.1994 viser at 17 prosent av låneengasjementene går til bedrifter i Nord-Norge, mens i underkant av 9 prosent av industribedriftene finnes i denne regionen. Tallene i figur 4.6 inkluderer ikke ulike offentlige tilskuddsordninger som for eksempel distriktsrettede investeringstilskudd og bedriftsutviklingstilskudd og offentlige forsknings- og utviklingskontrakter, hvor bedriftene nordpå er overrepresentert. I så tilfelle ville andelen bedrifter i Nord-Norge med offentlig finansiering vært enda høyere enn det som framgår av figuren.

Figur 4.6 Fordeling av bedrifter og offentlige låneengasjementer⁵ (%)



Kilde: Statens nærings- og distriktsutviklingsfond (SND), NOS Industristatistikk

⁵ Oversikten omfatter kun industribedrifter i 1992, mens låneengasjementene omfatter alle næringer per 1.1.1994. Det gjør at en ikke kan sammenholde tallene direkte, men hovedinntrykket at andelen bedrifter som har offentlig finansiering er klart høyest i Nord-Norge, forandres ikke. Dette ville vært enda tydeligere dersom tilskuddsordningene ble inkludert. Også her er bedriftene i Nord-Norge klart overrepresentert.

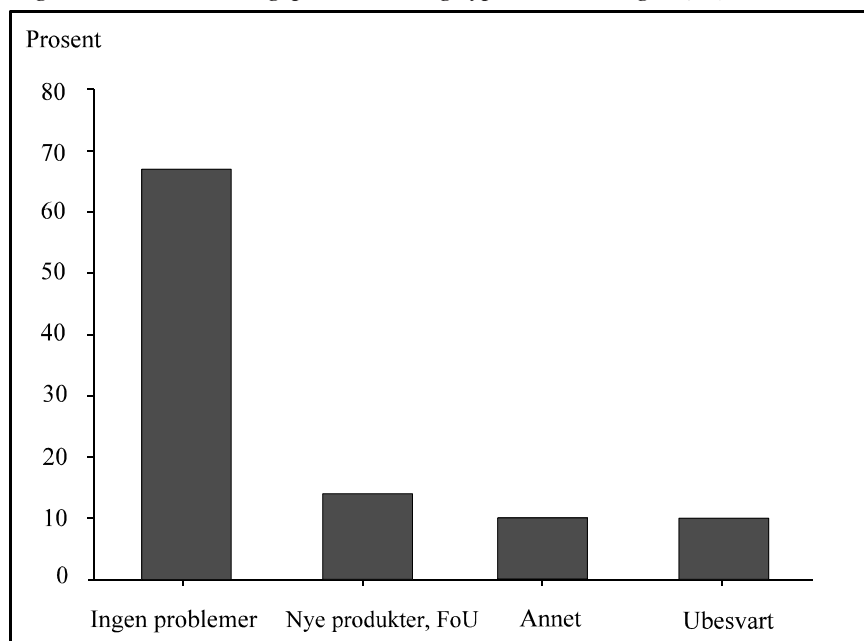
4.4 Finansieringsproblemer

I undersøkelsen til Waage (1979) rapporterer nær halvparten av bedriftene (45 prosent) å ha problemer knyttet til produktutvikling og finansiering under selve etableringen. Hovedproblemene i forbindelse med finansiering er mangelfull informasjon, manglende evne til å stille sikkerhet, liten størrelse og lang saksbehandlingstid. Hvordan samsvarer dette med våre funn? I FAFOs undersøkelse er foretakene spurt om de har hatt problemer med å finansiere bestemte typer investeringer, og om hva finansieringsproblemene skyldes.

De fleste rapporterer ingen problemer

Nærmere tre av fem foretak (59 prosent) svarer at de ikke har hatt problemer med å finansiere bestemte typer investeringer. Ser en bare på de foretakene som har investert i perioden 1990–1992, er det hele to tredeler (67 prosent) som rapporterer ikke å ha hatt noen problemer med å finansiere sine investeringer, jf. figur 4.7. Dette kan synes å være overraskende mange på bakgrunn av at en rekke studier nettopp trekker fram småforetakenes dårlige økonomi og vanskeligheter med å finansiere sine investeringer. Dersom svarfordelingen er representativ, kan det bety at småforetak-

Figur 4.7 Finansieringsproblemer og type investeringer (%) $N = 299$

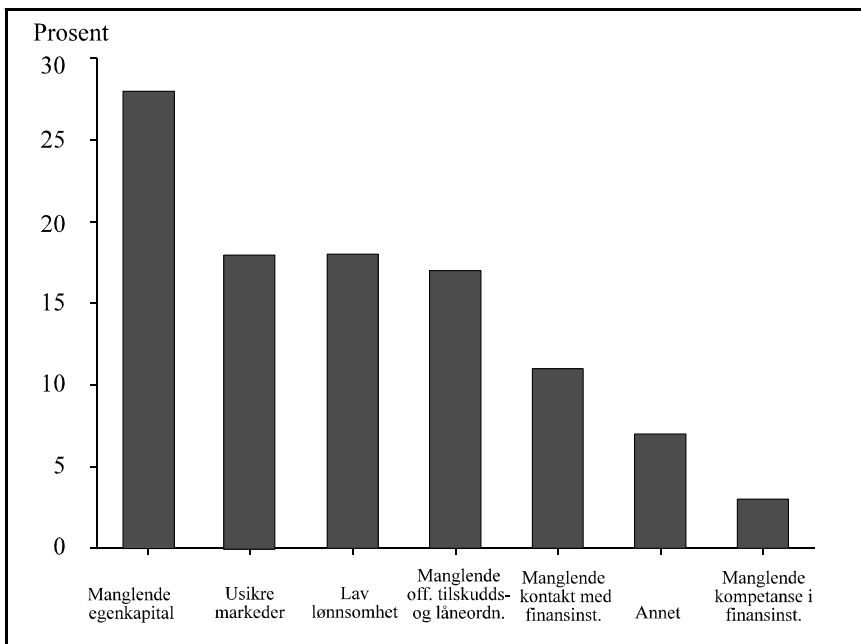


Kilde: FAFOs spørreundersøkelse 1993

enes finansieringsproblemer er overdrevet. Det er imidlertid ikke mulig å avskrive denne typen problemer uten å foreta flere undersøkelser av ulike næringer og over forskjellige tidsperioder.⁶

Det kan tenkes flere mulige forklaringer på hvorfor så få foretak rapporterer å ha finansieringsproblemer. For det første kan mange av de foretakene som ikke har ikke investert i perioden det spørres om, det vil si nærmere halvparten av foretakene, ha unnlatt å investere på grunn av kapitalmangel. I så tilfelle vil de heller rapportere om problemer med å finansiere sine investeringer. For det andre har vi ingen opplysninger om størrelsen på investeringene som er foretatt. Det kan tenkes at en stor andel av investeringene har vært små og lite kapitalkrevende, og at det derfor ikke har bydd på de helt store problemene å finne finansiering. For det tredje kan tilgang på billig kapital, for eksempel offentlige låne- og tilskuddsordninger, ha ført til at færre rapporterer om problemer med å finansiere sine investeringer.

Figur 4.8 Årsak til finansieringsproblemer (%) N = 226



Kilde: FAFOs spørreundersøkelse 1993

⁶ Det er en relativt stor andel foretak som ikke har svart på spørsmålet om finansieringsproblemer (24 prosent). Ved kontroll for bortfall viser det seg at ubesvartgruppen skiller seg ut med hensyn til størrelse. En-person foretak og foretak med 0–1 ansatt har i større grad enn andre unnlatt å svare. Dersom mange i denne gruppen har hatt problemer, kan det ha påvirket svarfordelingen slik at andelen foretak med finansieringsproblemer kunne vært noe større. Kontrollerer en derimot for bortfall blant de foretakene som rapporterer å ha foretatt investeringer de siste tre årene, er bortfallet langt lavere (10 prosent), og det er ingen signifikante forskjeller etter ulike kjennetegn mellom foretak i ubesvartgruppen og andre. Det trekkes i retning av at svarfordelingen er representativ.

Blant de foretakene som har investert i tidsrommet 1990–1993, er det 14 prosent som melder om problemer i forbindelse med investering i framstilling av nye produkter og for FoU-virksomhet. Om lag 10 prosent faller i samlekategorien annet som blant annet omfatter bankkrise, geografisk feilplassering og problemer med det å være liten. Det er ingen signifikante forskjeller mellom foretakene etter kjennetegn som størrelse, bransje, landsdel, eierform, etableringsår og så videre, når det gjelder finansieringsproblemer.

Mangel på egenkapital

Som det framgår av figur 4.8, er mangel på egenkapital den hyppigst nevnte årsaken til finansieringsproblemene. Nærmere 30 prosent av foretakene oppgir dette.⁷ På de neste plassene kommer lav lønnsomhet, usikre markedsutsikter og mangel på offentlige låne- og tilskuddsordninger. Manglende kontakt med eller manglende kompetanse i finansinstitusjonene utgjør ikke problem.

Tabell 4.3 Sammenheng mellom finansieringsproblemer og egenkapitalandel

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Har ingen finansieringsproblemer	20,2	26,9*	19,9	16,5	18,3*	22,9*	13,4*	18,1	7,9*	23,3*
Har finansieringsproblemer	11,7	15,1*	5,0	-0,7	-9,0*	0,3*	-6,9*	-10,6*	-12,3*	-9,3*
Ubesvart	9,4	32,1	25,0	17,6	22,7	25,6	26,0	15,1	5,2	9,0

Tabell 4.4 Sammenheng mellom finansieringsproblemer og totalrentabilitet

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Har ingen finansieringsproblemer	37,4*	47,0	40,9	33,7	36,6	18,3	23,6	44,0	42,5	38,8
Har finansieringsproblemer	38,4*	33,9	38,1	49,2	57,8	36,7	41,3	41,2	40,7	49,1
Ubesvart	80,9*	53,2	69,5	40,6	35,6	23,5	25,4	30,0	32,9	34,3

Kilde (til tabell 4.3 og 4.4): FAFOs regnskapsstatistikk og FAFOs spørreundersøkelse 1993

* Signifikant på 5 prosent-nivå

⁷ Spørreskjemaet er bygd opp slik at de foretakene som rapporterer ikke å ha problemer, blir bedt om å hoppe over spørsmålet om finansieringsproblemer. Svært mange foretak uten problemer har allikevel svart på spørsmålet om hva finansieringsproblemene skyldes. Svarfordelingen i figur 4.8 omfatter derfor både foretak med og foretak uten finansieringsproblemer.

At det sammenheng mellom egenkapitalandel og finansieringsproblemer, går også klart fram av tabell 4.3, hvor spørsmålet om finansieringsproblemer er korrelert mot resultatene fra regnskapsdatabasen. Den bivariate analysen som dekker perioden 1983–1992, viser at foretak som har finansieringsproblemer, har en mye svakere soliditet enn foretak uten slike problemer. Foretak med finansieringsproblemer har svært lave og til dels negative egenkapitalandeler, særlig gjelder dette perioden 1986–1992. Analysen viser også at foretak med finansieringsproblemer har en høyere andel kortsiktig gjeld, enn foretak som ikke har problemer med å finansiere sine investeringer. Det er derimot ingen signifikante forskjeller mellom foretakenes finansieringsproblemer og avkastning på totalkapitalen, jf. tabell 4.4. Totalrentabiliteten gir imidlertid et noe usikkert bilde av småforetakenes lønnsomhet (jf. kapittel 5), slik at dette resultatet kan være vanskelig å tolke.

4.5 Oppsummering

Det er en utbredt antakelse at småforetak har finansieringsproblemer, og at de opererer i imperfekte låne- og egenkapitalmarkeder. Problemene er vanligvis størst i etableringsfasen, hvor både lønnsomheten og kredittverdigheten er lav. Småforetak må derfor ofte henvende seg til uformelle investorer og satse egne sparemidler. Venture-kapitalen synes også i økende grad å komme større foretak i senere utviklingsfaser til gode.

Resultatene fra vår undersøkelse av små industriforetak kan umiddelbart gi inntrykk av at finansieringsproblemene for småforetak er overdrevet. Hele to tredeler av foretakene som har investert i perioden 1990–1992 rapporterer om ikke å ha hatt noen problemer med å finansiere sine investeringer. Dersom dette er riktig, er det overraskende. Det er imidlertid viktig å være oppmerksom på at våre tall bare omfatter industriforetak og investeringer foretatt i tidsrommet 1990–93. For småforetak i andre næringer og i andre perioder kan virkeligheten fortone seg annerledes. Det kan også være at mange har unnlatt å investere på grunn av manglende finansiering, og derfor heller ikke rapporterer om noen problemer. Investeringene kan også ha vært lite kapitalkrevende, eller billig kapital kan ha redusert problemene.

Foretak som har hatt problemer, viser til manglende egenkapital, dårlig lønnsomhet og usikre markedsutsikter som de viktigste årsakene. Dette bekreftes i analysen av regnskapsdata som viser at foretak med finansieringsproblemer har meget svak soliditet, med til dels negative egenkapitalandeler og en relativt høy andel kortsiktig gjeld. Finansieringsanalysen i del 4.3, jf. tabell 4.2, som viser en negativ tilførsel av egenkapital utenfra, tyder også på at mange småforetak i perioden 1983–1992 har gått med underskudd og dermed tæret på egenkapitalen.

Det synes å være små eller ingen forskjeller mellom foretak etter ulike kjennetegn når det gjelder finansieringsproblemer. Noe overraskende er det at nyetablerte foretak (etablert de siste 3 årene) ikke rapporterer å ha problemer. Det er nemlig ingen forskjell i investeringsmønster mellom nyetablerte og veletablerte småforetak. Det er også liten variasjon i finansieringsmønsteret på tvers av foretakene. Tilbakeholdt overskudd er den klart viktigste finansieringskilden, mens det eksterne egenkapitalmarkedet spiller en ubetydelig rolle. Kun offentlige låne- og tilskuddsordninger varierer noe etter landsdel og størrelse. Slike ordninger benyttes mest av foretak i Nord-Norge og av de største foretakene (20–49 ansatte). Svært få av de minste foretakene (0–5 ansatte) benytter offentlige låne- og tilskuddsordninger.

Dette kan skyldes at de minste foretakene mangler ressurser til å gjøre seg kjent med og søke om offentlig finansiering (informasjonsproblem), eller det kan skyldes risikovegring fra de offentlige institusjonene for låne- og egenkapital (seleksjonsproblem). Vår undersøkelse viser at småforetak særlig sliter med svak soliditet (jf. kapittel 5 og FAFOs regnskapsstatistikk 1983–1992). Problemer med sviktende lønnsomhet og lav egenkapitalandel i småforetak, beskrives også i flere andre studier (Boye og Kinserdal 1992, Karlsen 1992). Manglende tilgang på offentlig kapital kan dermed utgjøre en mulig vekstterskel for småforetak.

Kapittel 5

Lønnsomhet og soliditet

5.1 Innledning

Foretak finansierer sine investeringer ved hjelp av lån eller egenkapital. Egenkapitalen tilføres eksternt ved at det utskrives nye aksjer, eller internt ved å tilbakeholde overskudd. For at noen skal være interessert i å satse sparepenger, må investeringen forventes å gi avkastning av en viss størrelse. Låneinstitusjonen mottar samme rente¹ uansett hvordan foretaket utvikler seg, men er interessert i å sikre sine fordringer best mulig mot tap.

I perfekte markeder med full informasjon og ingen skatt antas kapitalstrukturen å være uten betydning for foretakets realøkonomiske verdi (Modigliani-Miller-teoremet (Modigliani og Miller 1958)). Perfekte markeder finnes imidlertid bare i teorien, i praksis eksisterer større eller mindre grad av markedsimperfeksjoner. Slike imperfeksjoner kan være begrunnet i skatt, emisjonsutgifter, konkurskostnader eller informasjonsasymmetri.

Markedsimperfeksjoner

Dersom *skattesystemet* diskriminerer mellom gjeld og egenkapital, kan ikke investerings- og finansieringsbeslutningen sees uavhengig av hverandre. Etter skattereformen i 1992 er systemet relativt nøytralt med hensyn til finansieringsform. Tidligere medførte trolig gunstigere fradragregler for gjeldsrenter at foretak i stor grad ble lånefinansierte.

Ved *aksjeemisjoner* påløper faste utgifter med å presentere foretaket for mulige nye eiere. Slike kostnader blir relativt tyngre å bære jo mindre foretaket er.² Boye og Kinserdal (1992:132) viser til at det er sjeldent med eksterne investorer i aksjeselskaper med egenkapital lavere enn 5 millioner kroner. Ifølge FAFOs regnskapsstatistikk har gjennomsnittlig i underkant av 2 prosent av industriforetakene med færre enn 50 ansatte, 5 millioner kroner eller mer i egenkapital i perioden 1983–1992.

¹ Den rentesatsen som avtales, kan imidlertid variere med hvor risikofyllt investeringen er.

² Boye og Kinserdal viser til at verdsettelse av mindre bedrifter ofte koster 50 000–750 000 kroner. Når en går ut fra at eksterne eiere ønsker at daglig leder beholder en betydelig aksjeandel, for eksempel 70 prosent, må den samlede egenkapitalen i selskapet beløpe seg til 5 millioner kroner for at emisjonskostnadene ikke skal utgjøre mer enn 5 prosent av emisjonsbeløpet.

Konkurskostnader oppstår for det første fordi det tar tid å gjøre opp boet etter konkurs. For det andre kan det være vanskelig å realisere verdier i foretaket. For det tredje er det kostnader knyttet til selve prosessen, for eksempel advokatsalærer og liknende.

Sannsynligheten for konkurs øker med økende gjeldsgrad. Dette har sammenheng med at långiverne vil forvente å få avdrag og renter til avtalte tidspunkter uansett hvordan konjunkturene utvikler seg. Eierne kan derimot tilpasse seg slik at de tar ut høy avkastning i dårlige tider. Jo høyere faste kostnader som skal betales hver måned i form av renter og avdrag, jo større er sannsynligheten for at foretaket ikke greier å innfri sine forpliktelser i perioder med sviktende eller forholdsvis lav inntjening.

I tillegg til å redusere konkurrisikoen medfører relativt høy egenkapitalandel bedre handlingsmuligheter for ledelsen når det gjelder å satse på investeringer som først viser avkastning etter en tid, for eksempel investeringer i forskning og utvikling. Når ledelsen ikke samtidig eier foretaket, kan imidlertid høy egenkapitalandel gi «for godt» spillerom for ledelsen dersom eierne ikke har full oversikt over om de disposisjonene som foretas, gir best mulig avkastning. En del av overvåkingen av ledelsen kan overføres til kredittinstitusjoner (Myers og Majluf 1984). Relativt høy låneandel kan være lønnsomt ut fra dette aspektet.

I tillegg til transaksjonskostnader og skatt bidrar ufullkommen informasjon til forskjeller i kostnader mellom intern og ekstern egenkapital. Eksterne eiere har høyere kostnader forbundet med informasjon om driften enn interne eiere, som er aktivt involvert i foretakets utvikling. Høyere kostnader fører trolig til høyere avkastningskrav. Summen av transaksjonskostnader og informasjonskostnader gjør det derfor lite attraktivt for småforetak å hente inn kapital via aksjemarkedet. Finansieringsanalysen for norske småforetak fra 1984 til og med 1992 i kapittel 4 viser også at tilbakeholdt overskudd er den mest brukte måten å tilføre foretaket ny egenkapital på. Ekstern egenkapital spiller en helt ubetydelig rolle for småforetakenes finansiering.

For at en kapitalinnskyter skal kunne vurdere om han vil støtte et prosjekt økonomisk, må han ha best mulig informasjon om den forventede utviklingen. Bedriftsledelsen har som oftest bedre kjennskap til mulige framtidige utviklingsforløp enn banken eller nye og eventuelt gamle eiere. Gamle eiere har trolig bedre informasjon enn nye eiere og långivere.

Dersom det er stort samsvar mellom eierskap og ledelse, vil informasjonsasymetri særlig kunne være aktuelt mellom eksisterende eiere og eksterne kapitalinnskytere. I små industriforetak viser det seg for øvrig at forholdsvis mange av lederne også er medeiere i foretaket.³

Forskjellig tilgang til informasjon blir et problem når kapitalinnskyteren (prinsipalen) og den som anvender kapitalen (agenten) har ulike interesser (Jensen og Meckling 1976), jf. kapittel 3. Ved framstilling av helt nye pro-

³ En spørreundersøkelse som FAFO har gjennomført, viser at i 1993 var 88 prosent av lederne i små industriforetak medeiere eller eneeiere.

dukter, opprettelse av nye bedrifter og investeringer i forskning og utvikling er det særlig vanskelig for dem som ikke selv er direkte involverte i driften, å vite hvordan utviklingen kan forventes å gå. Kredittinstitusjoner har sannsynligvis ikke nok kapasitet til å kunne overvåke de minste foretakene.

En relativt høy egenkapitalandel signaliserer for utenforstående investorer og långivere at eksisterende eiere har tro på investeringen. Kapitalstrukturen vil dermed ha betydning for foretakets finansieringsmuligheter framover.

Långivere ønsker som oftest å sikre sine fordringer ved pant i foretakets aktiva. Nyetablerte foretak og foretak som satser på forskning og utvikling, vil kunne ha en relativt høy andel immaterielle investeringer og lite realkapital. Dette kan føre til vansker med å få langsiktig lånefinansiering.

Foretakets lønnsomhet bestemmer også langt på vei finansieringsmulighetene. Ulønnsomme foretak vil etter en tid få problemer med å oppnå ekstern finansiering av nyinvesteringer, noe som er med på å bidra til at virksomheter som ikke er liv laga, faller fra. Småforetak vil kunne ha relativt lav lønnsomhet sammenliknet med storforetak som er markedsledere på et område. Når foretak er kjente for långiverne, og de greier å betjene gjelden, vil imidlertid finansieringsproblemer være mindre aktuelle. Dette kan for eksempel tenkes å være tilfellet i etablerte foretak. Nyablerte foretak vil kunne støte på særlige vanskeligheter med å finansiere seg inntil de kan vise fram tilfredsstillende lønnsomhet. Lav lønnsomhet fører dessuten til problemer med å bygge opp egenkapitalen.

Det kan være flere årsaker til at foretak har lav lønnsomhet. For det første kan det skyldes dårlig drift, markedssvikt eller for høyt kostnadsnivå. For det andre kan det dreie seg om levebrødsforetak,⁴ der driften holdes oppe selv med moderat avkastning, fordi det å drive egen virksomhet øker den individuelle velferden. For det tredje vil småforetak generelt kunne ha lav lønnsomhet fra etableringstidspunktet til deres produkter er kjente i markedet.⁵

Småforetak og nyetableringer er særlig utsatt

Finansiering av nyetableringer er spesielt risikofylt. Ved nyetableringer kan det dessuten oppstå relativt stor grad av informasjonsasymmetri mellom entreprenør og kapitalinnskytere. Det er blant annet vanskeligere for

⁴ Det er gjort nærmere greie for begrepet *levebrødsforetak* i kapittel 2.

⁵ En spørreundersøkelse som FAFO har gjennomført, viste at i 1993 manglet en tredel av småforetakene virksomhetsplan, langtidsplan eller bedriftsstrategi. Videre bruker lederne liten tid på økonomistyring og markedsføring. Ifølge teorier om finansierings- og utviklingsfaser er et foretaks etableringsfase kjennetegnet av produktutvikling, mens strategi- og markedsutvikling først blir viktig i senere faser, jf. figur 4.1. Legges en slik inndeling til grunn, synes mange små industriforetak å være i en fortsatt etableringsfase. Men heller ikke i levebrødsforetak vil en forvente å finne stor satsing på markedsføring dersom foretaket har oppstått som svar på lokal etterspørsel, og det ikke er ønske om å utvide arbeidsstokken.

eksterne finansieringskilder enn for etablereren å vite hva som kan forventes å komme ut av investeringen når det hittil ikke er framvist resultater, særlig dersom bedriftsledelsen/entreprenøren ikke på annen måte kan dokumentere hva han er god for. Nyetablerte foretak kan dermed komme i en situasjon der dårlig lønnsomhet og påfølgende lav egenkapital fører til problemer med langsiktig finansiering. Dyrere, kortsiktige lån gir i neste omgang ingen forbedret lønnsomhet, og dermed er den dårlige sirkelen sluttet.

I den grad kapitalmarkedsrestriksjoner som skyldes informasjonsasymmetri, særlig er aktuelle for nyetablerte foretak, vil en forvente at småforetak har større problemer med å få finansiert sine investeringer enn store foretak. Det tar gjerne mange år før nyetablerte foretak blir lønnsomme, jf. figur 4.1. For det andre har relativt nyetablerte foretak hatt kortere tid til å bygge opp egenkapital. I kapittel 3 og 4 er det gjort nærmere rede for disse spørsmålene.

Ut fra det som er sagt ovenfor, vil en forvente at småforetak gjennomsnittlig har høyere finansieringskostnader, høyere gjeldsrente, lavere egenkapitalandel samt høyere andel kortsiktig gjeld enn store foretak.

Kapittel 5 tar for seg ulike dimensjoner ved lønnsomhet og soliditet. Vi ser blant annet på likheter og ulikheter mellom små og store industriforetak ved å sammenlikne vårt datamateriale med SSBs regnskapsstatistikk.⁶

Regnskapsdata for småforetak – det vil si foretak med inntil 49 sysselsatte – viser store variasjoner. I framstillingen skiller vi mellom de aller minste småforetakene, som har inntil 5 millioner i driftsinntekter, og større småforetak, som har over 5 millioner i driftsinntekter. Et slikt skille er brukt i andre undersøkelser, blant andre Boye og Kinserdal (1992). Lov om revisjon og revisorer er dessuten vedtatt endret, slik at grensen for revisjonsplikt etter denne loven nå er 5 millioner kroner. (Lovendringen gjelder fra og med regnskapsåret 1994 og omfatter ansvarlige selskaper og kommandittselskaper med under 5 millioner kroner i omsetning og maksimalt 5 deltakere.) I framstillingen nedenfor sammenlikner vi større småforetak med store foretak. Det gjøres dessuten særskilt rede for den økonomiske situasjonen i de aller minste småforetakene. Disse foretakene har hovedsakelig inntil 5 ansatte⁷ og favner trolig over levebrødsforetak og nyetablerte enheter.

⁶ Når ikke annet er sagt brukes «små» om foretak med inntil 49 ansatte, mens «store» foretak har minst 50 ansatte.

⁷ FAFOs regnskapsstatistikk mangler i de fleste tilfeller opplysninger om antallet sysselsatte det enkelte året i undersøkelsesperioden. Det foreligger imidlertid data om hvilken sysselsettingsgruppe foretakene tilhørte i 1991. Over 90 prosent av alle foretak som hadde over 5 millioner i omsetning i perioden 1983–1992, hadde minst 6 sysselsatte i 1991. Samtidig hadde gjennomsnittlig over 80 prosent av de foretakene som hadde mindre enn 5 millioner i omsetning i den aktuelle perioden, 5 eller færre ansatte i 1991. Selv om foretak har endret sysselsetting i løpet av perioden, kan det likevel synes som om foretak med en omsetning på mindre enn 5 millioner kan regnes for i hovedsak å omfatte de sysselsettingsmessig minste foretakene.

Småforetak er en meget sammensatt gruppe. Vatne (1995) refererer flere studier hvor småforetak klassifiseres etter entreprenørens motivasjon og bakgrunn som forklaring på vekst eller mangel på vekst:

- 1 Entreprenøren ønsker primært å drive håndverk eller handel fri for overordnede.
- 2 Entreprenøren er opptatt av selvutfoldelse med full kontroll over egen virksomhet, men er avhengig av at foretaket oppnår en «kritisk masse» av kapasitet og kunnskap for at det skal kunne overleve.
- 3 Entreprenøren er primært opptatt av muligheter for å tjene godt på en innovasjon av teknisk eller markedsmessig art.
- 4 Entreprenøren oppfatter seg som en profesjonell leder som har til oppgave å få en organisasjon til å fungere.

Foretak i den første gruppen er ofte meget små og forblir små. Foretak i den andre gruppen opplever moderat vekst til å begynne med, men får trolig ikke mer enn 20 ansatte. Det er den tredje gruppen som har størst tilbøyelighet til å vokse, mens den fjerde gruppen kan oppleve jevn, men moderat vekst.

I levebrødsforetak går ofte både lønn og driftsresultat til eieren når det ikke må betales ut ordinær arbeidsgodtgjørelse. Entreprenøren i et nyetablert foretak med ambisjoner om å bli noe mer enn et levebrødsforetak må imidlertid i en oppstartingsfase muligens også vente med å ta ut lønn for å kunne dekke alle faste kostnader. I praksis vil det derfor i de minste foretakene være vanskelig å skille mellom lønnskostnader og driftsresultat. Føres et lite beløp som arbeidsinntekt, blir driftsresultatet relativt stort, og omvendt. Ved sammenlikninger av lønnsomhet i små og store foretak må det tas hensyn til dette.

Framstillingen i kapitlet er disponert som følger: I del 5.2 redegjøres det nærmere for datamaterialet som er brukt i analysene. Dette er i tillegg til Statistisk sentralbyrås regnskapsstatistikk, regnskapsdata for små industriforetak, innsamlet av FAFO.

I del 5.3 gjøres det rede for driftsresultat. Del 5.4 tar for seg fordeling av faktorinntekten mellom arbeidskraft og kapital. Del 5.5 behandler finansielt resultat, finansieringskostnader og gjeldsrente. I del 5.6 beskrives resultat før ekstraordinære poster. Del 5.7 behandler totalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet. I del 5.8 foretas en analyse av kapitalstrukturen, med en oversikt over soliditeten i norsk industri. Del 5.9 oppsummerer våre hovedfunn.

5.2 Regnskapsdata

Statistisk sentralbyrås regnskapsstatistikk omfatter foretak med 50 eller flere sysselsatte, fra og med 1991 med 100 eller flere sysselsatte. Statistikken inneholder opplysninger om de ulike postene i foretakenes resultatregnskap og balanse. I tillegg er det beregnet gjennomsnittlige lønnsomhets-

mål som totalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet samt bakgrunnstall for totalrentabiliteten.

FAFO har laget en tilsvarende regnskapsstatistikk for foretak med færre enn 50 sysselsatte. Denne statistikken bygger på opplysninger fra regnskapsskjemaer, innsamlet gjennom likningskontorene for et tilfeldig utvalg foretak. Utvalget er representativt for norske småforetak i industrien i 1991, det omfatter 1001 foretak og er trukket på bakgrunn av Statistisk sentralbyrås sentrale bedrifts- og foretaksregister per 31.12.1991.

Regnskapsopplysningene er registrert fra og med 1983 til og med 1992. Det er således mulig å følge utviklingen i de samme foretakene over en tiårsperiode. Over halvparten av foretakene er etablert i perioden, slik at antall foretak omfattet av statistikken endrer seg fra år til år.

Det kan være noe større usikkerhet knyttet til kvaliteten på datamaterialet for små foretak enn for store. Småforetak har mindre ressurser og ikke så velutviklede rutiner til å ivareta regnskapsføringen som store foretak har. Ved tilrettelegging av datamaterialet registrerte vi også flere feil i regnskapsskjemaene. Dette var hovedsakelig summeringsfeil, fortegningsfeil eller uteglemte beløp i balansen. Der feilene med sikkerhet kunne lokaliseres, er de rettet opp. Foretak som har unnlatt å svare, som har gitt ufullstendig regnskapsoppgave, eller som har feil som ikke kan rettes opp, er utelatt fra statistikken. Kvaliteten på de dataene som rapporteres, anses derfor å være tilfredsstillende.

Totalt ble det registrert opplysninger om 896 foretak, noe som innebærer en svarprosent på i underkant av 90 prosent. Foretak med ekstreme verdier⁸ på totalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet, egenkapitalandel og likviditetsgrad er holdt utenfor ved rapportering av regnskapsdata.

5.3 Driftsresultat

Det finnes ulike mål på lønnsomhet. Driftsresultat er den delen av den regnskapsførte inntekten som kan disponeres av eierne etter at innsats av varer og tjenester og lønninger er betalt. Dersom finansinntektene er lavere enn finansutgiftene, må driftsresultatet delvis dekke renteutgiftene ved gjeldsfinansiering. Driftsresultatet skal dessuten dekke avkastning på den egenkapitalen som er bundet i bedriften, samt skatt.⁹

⁸ Som ekstreme verdier defineres her totalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og egenkapitalandel høyere enn 1000 prosent eller lavere enn -1000 prosent og likviditetsgrad høyere enn 10 prosent.

⁹ *Driftsresultat* i regnskapsstatistikk samsvarer i stor grad med *kvasirente til faktorpriser*. Kvasirente til faktorpriser er mye brukt som lønnsomhetsmål ved analyser av Statistisk sentralbyrås industristatistikk og defineres som forskjellen mellom bearbeidingsverdi, netto tilskudd fra staten og lønnskostnader (se for eksempel Golombek 1991). Bearbeidingsverdien tilsvarende bruttoproduksjonsverdien fratrukket vareinnsats, oppvarming, bruk av lokaler, reparasjoner av maskiner og liknende. Vedlegg 5.1 inneholder en oversikt over de ulike elementene som inngår i driftsresultat og kvasirente til faktorpriser.

Når driftsresultatet er negativt, betyr det at driften ikke genererer midler til å dekke finansielt underskudd, betale eierne eller finansiere nyinvesteringer. Negativt driftsresultat over en periode kan dermed føre til nedbygging av egenkapitalen og til sist til avvikling av foretaket.¹⁰

Store foretak vil nødvendigvis ha høyere inntekter, kostnader og driftsresultat enn mindre foretak. For å kunne sammenlikne resultatene mellom ulike enheter måler vi derfor driftsresultatet som en prosentvis andel av driftsinntektene.

I det følgende skal vi først se på utviklingen i alle småforetak i perioden 1983–1992. Her rapporteres bivariate korrelasjoner, sentraltendens og spredning i FAFOs datamateriale. Deretter beskriver vi situasjonen i de aller minste foretakene. Til sist sammenlikner vi utviklingen i de største småforetakene med utviklingen i store foretak for perioden 1987–1992.

Driftsresultat i småforetak

Bivariate analyser av FAFOs regnskapsmateriale viser at driftsresultatet som andel av driftsinntektene avtar i løpet av perioden 1983–1992 og med foretakets størrelse. Analyser viser dessuten at driftsresultatet som andel av driftsinntektene er større for personlige foretak enn for aksjeselskaper, jf. vedlegg 5.2. Dette henger sammen med at de aller minste enhetene som oftest er organisert som personlige foretak, mens større småforetak som oftest er organisert som aksjeselskaper.¹¹

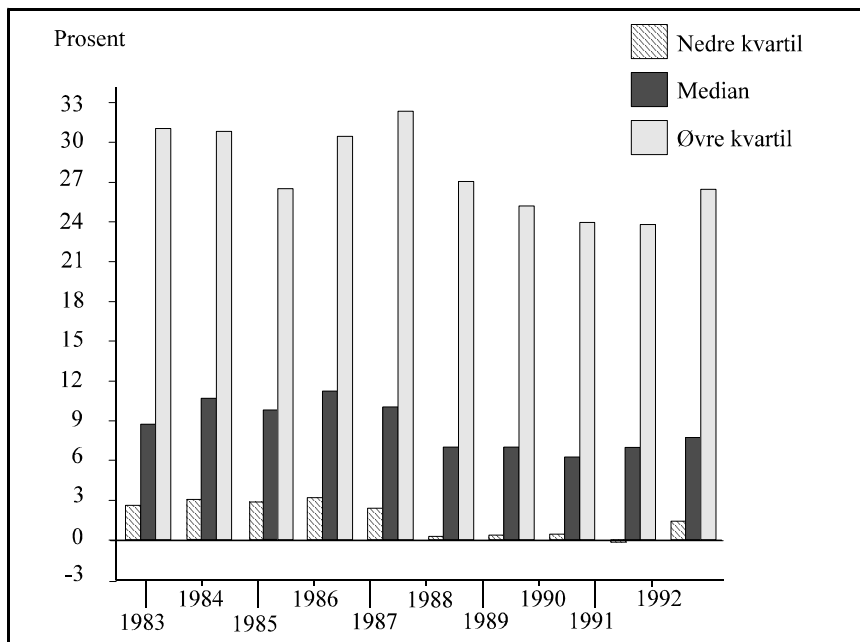
Figur 5.1 viser driftsresultatet som andel av driftsinntektene i små industriforetak i perioden 1983–1992. Medianen er den verdien som deler datamaterialet i to like store deler. En firedel av foretakene har samme lønnsomhet eller dårligere enn den verdien som er representert ved nedre kvartil. Tilsvarende har en firedel av foretakene minst like gode resultater som verdien på øvre kvartil. Vi ser at både medianen, nedre og øvre kvartil gjennomsnittlig er noe lavere i siste enn i første halvdel av perioden som følge av at foretakene fikk forverret resultatsituasjon over det aktuelle tidsrommet.

I gjennomsnitt i perioden har halvparten av foretakene lavere driftsresultatandel enn 8,5 prosent, mens en firedel har lavere driftsresultatandel enn 1,6 prosent. Som vi kommer tilbake til nedenfor, vil driftsresultatandelen variere med hvor kapitalintensiv produksjonen i foretaket er, om det er snakk om et levebrødsforetak, et nyetablert eller et etablert foretak. En må imidlertid allerede her kunne fastslå at en firedel av småforetakene i den aktuelle perioden i gjennomsnitt har relativt dårlig lønnsomhet. Gjen-

¹⁰ Golombek (1991) fant ved analyser av NOS Industristatistikk for perioden 1976–1989 at avgangsfrekvensen har vært høyere for små enn for store bedrifter. I norsk industri er så vel lønnsomme bedrifter blitt nedlagt som ulønnsomme bedrifter blitt opprettholdt. Hovedtendensen var imidlertid at både på kort og på lang sikt øker sannsynligheten for nedleggelse med ulønnsom drift.

¹¹ I perioden 1983–1992 var i gjennomsnitt 84,5 prosent av alle enpersonforetakene organisert som personlig foretak.

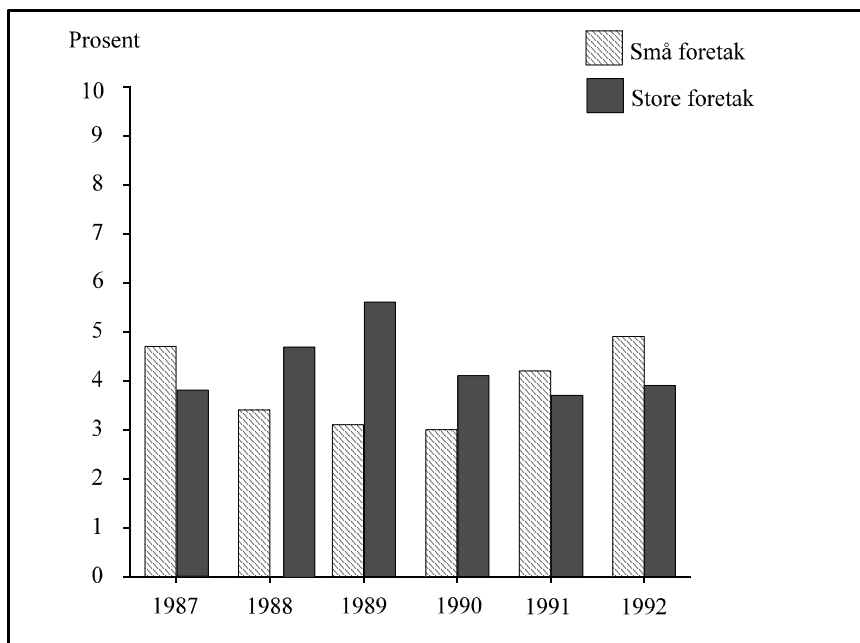
Figur 5.1 Driftsresultat som andel av driftsinntekter i alle små foretak .
Industri 1983–1992



Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk

Antall observasjoner varierer fra år til år i alle figurene i kapittel 5, se vedlegg 5.3

Figur 5.2 Driftsresultat som andel av driftsinntekter i større småforetak og store foretak. Industri 1987–1992



Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk

nomsnittlig i perioden 1983–1992 har 19 prosent av småforetakene negativt driftsresultat.

Vi ser av figur 5.1 at det er relativt store resultatforskjeller mellom de dårligste og de beste foretakene. Den firedelen av småforetakene som har høyest driftsresultatandel, har nesten alle mindre enn 6 ansatte. En høy driftsresultatandel henger ikke sammen med en spesielt høy lønnsomhet i de aller minste foretakene. Som vi kommer tilbake til i del 5.4, er det en mer nærliggende forklaring at eieren, og eventuelt eierens familie, velger å ta ut lite lønn.

Sammenlikning mellom små og store foretak

For å kunne si noe om forskjeller i lønnsomhet mellom små og store foretak tar vi utgangspunkt i småforetak som er såpass store at det med stor sannsynlighet skiller mellom driftsresultat og arbeidsgodtgjørelse.

Sammenlikner vi den delen av småforetakene som har mer enn 5 millioner i driftsinntekter med store foretak, finner vi at driftsresultatet som andel av driftsinntektene i perioden 1987–1992 gjennomsnittlig er noe lavere i småforetakene, jf. figur 5.2 (forrige side). Forskjellen er imidlertid liten og kan skyldes tilfeldige svingninger.

5.4 Fordeling av faktorinntekten på driftsresultatet og lønnskostnadene

I små familieforetak, som ikke har lønnsforpliktelser overfor en tredje part, kan det i praksis være vanskelig å skille mellom driftsresultat og arbeidskraftkostnader.

Driftsresultatet og lønnskostnadene utgjør samlet et foretaks faktorinntekt. Faktorinntekten tilsvarer samtidig det som skapes nytt, eller foretakets verdiskaping. Fordelingen av verdiskapingen mellom ansatte og eiere vil blant annet avhenge av hvor kapitalintensiv produksjonen er. Dersom det settes mye maskiner og lite arbeidskraft inn i framstillingen av en vare, er det å forvente at lønnskostnadene utgjør en mindre andel av faktorinntekten enn når produksjonen krever stor arbeidsinnsats.

Fordelingen av faktorinntekten på lønnskostnader og driftsresultat i levebrødsforetak, påvirker det samlede bildet av lønnsomheten i norske småforetak. Som vi viste i del 5.3 er driftsresultatet som andel av driftsinntektene særlig høy i de aller minste foretakene. Samtidig har de minste foretakene forholdsvis lave lønnskostnadsandeler. Dette kan skyldes flere forhold. For det første kan det være at eierne ikke har råd til å ta ut lønn hvis virksomheten skal gå rundt. Driftsresultatet må for eksempel gå til å dekke renteutgifter på lån. For det andre kan det være at det har medført skattemessige fordeler å ta ut kapitalinntekt framfor arbeidsinntekt.

Boye og Kinserdal (1992:45) påpeker også at størrelsen på eierlønnen kan gi relativt store utslag på rentabiliteten for små bedrifter. De sier bl.a.:

«I aksjeselskaper kan det skattemessig ha vært en fordel for eierne å ta lav lønn og høyt utbytte. Den regnskapsførte kostnaden for eiernes arbeidsinnsats blir dermed lavere enn det innsatsen er verdt. Med denne tilpasningen blir lønnsomheten til bedriftene for god».

For å kunne danne oss et bilde av den faktiske lønnsomhetssituasjonen har vi beregnet hvor høy driftsresultatandelen må være for at virksomheten skal gi minst like god avkastning som det eieren kan oppnå ved alternative plasseringer. Beregningsresultatene sammenliknes så med den faktiske avkastningen.

Det er tatt utgangspunkt i skattemyndighetenes beregning av personinntekt ifølge den såkalte delingsmodellen. Hovedprinsippet i delingsmodellen er å stipulere en kapitalinntekt, mens arbeidsinntekten framkommer som differensen mellom det samlede resultatet og kapitalinntekten. I tillegg til faktiske netto kapitalinntekter antas det at driftskapitalen gir en avkastning. Ifølge Innst. O. nr. 80 (1990–1991) skal avkastningsraten på driftskapitalen være lik den gjennomsnittlige renten på femårige statsobligasjonslån pluss en risikopremie på 6 prosentpoeng. Stortinget har fastsatt slike kapitalavkastningsrater fra og med 1992. Vi har imidlertid med basis i gjennomsnittrenten for statsobligasjoner med fem års gjenstående løpetid og et risikotillegg på seks prosentpoeng funnet fram til kapitalavkastningsrater for perioden 1985¹²–1992 til bruk ved våre regnestykker. Reglene for verdifastsetting av kapitalen ser vi bort fra.

Vi tar utgangspunkt i de verdiene som er ført opp i regnskapsskjemaet per 31.12. det enkelte år. Likningmyndighetenes regnestykke er mer komplisert, idet beregningsbasisen er årsoverskuddet, korrigert for diverse fradrag og inntekter – blant annet skal netto finansinntekter trekkes fra. For vårt formål er det imidlertid tilstrekkelig å konsentrere oss om fordelingen av verdiskapingen på arbeid og kapital. Beregningene er gjort for enpersonforetak og for større småforetak med mer enn 5 millioner i driftsinntekter. Enpersonforetak antas i stor grad å være levebrødsforetak. Nyetablerte bedrifter med bare eieren i arbeid kan også være en form for levebrødsforetak. Boye og Kinserdal (1992:183) refererer for øvrig fra en spørreundersøkelse blant nyetablerte bedrifter at 55 prosent av dem som startet bedriften, gjorde det fordi de ønsket å drive for seg selv eller for å skaffe seg arbeid, mens 44 prosent gjorde det på grunn av en god forretningsidé. Beregningsresultatene framgår av tabell 5.1 og 5.2 (se neste side).

Det framgår av tabell 5.1 at det faktiske driftsresultatet som andel av driftsinntektene i perioden gjennomsnittlig er som beregnet. Det vil si at eierne har tilpasset seg slik at lønnsomheten blir omtrent på nivå med det de ville få ved å plassere midlene i statsobligasjoner, når det er tatt hensyn til driftsrisikoen. Det er dermed også i gjennomsnitt relativt godt sammenfall mellom den beregnede og den faktiske lønnsandelen. Lønnsandelen er forholdsvis lav sammenliknet med større foretak. Det er ingen grunn til

¹² Norges Bank rapporterer tall for rente på statsobligasjoner med fem års gjenstående løpetid først fra og med 1985.

Tabell 5.1 Beregnet kapitalavkastningsrate, lønnskostnader og driftsresultat som andel av driftsinntekter. Enpersonforetak. Industri 1985–1992

	1985 N = 173	1986 N = 194	1987 N = 205	1988 N = 229	1989 N = 262	1990 N = 300	1991 N = 321	1992 N = 280	Gjennomsnitt 1985-92
Driftskapitalavkastningsrate = statsobl.rente + risikopremie (6 prosentp.)	18,9	19,6	19,6	19,1	16,8	16,7	15,9	15,8	17,8
Stipulert lønnsandel	12,1	20,2	7,5	1,1	5,3	7,2	-3,9	3,6	6,6
Faktisk lønnsandel	7,5	7,5	7,2	8,8	6,4	5,8	6,5	6,8	7,1
Stipulert driftsresultatandel	14,0	11,4	17,9	24,3	13,6	11,6	18,3	14,9	15,8
Faktisk driftsresultatandel	18,6	24,1	18,2	16,6	12,6	13,0	7,9	11,6	15,3

å tro at dette skyldes at de minste foretakene er spesielt kapitalintensive. Vi kan dermed konkludere med at i enpersonforetakene er det lite rom for å ta ut arbeidsinntekt dersom driftskapitalen skal gi minst like god avkastning som ved alternative plasseringer.

Dette poenget kan illustreres ytterligere ved å beregne avkastningen for større foretak. Er det flere ansatte enn eieren eller eierens nære familie, er foretaket som oftest forpliktet til å betale lønn. Driftsresultatet framkommer dermed som en residual etter at alle andre utgifter, inkludert arbeidskraftkostnadene, er betalte.

Tabell 5.2 viser beregningsresultater for småforetak med minst 5 millioner i driftsinntekter. Vi ser at lønnskostnadsandelen er betraktelig høyere enn i enpersonforetakene.

Av tabell 5.2 framgår det dessuten at den faktiske driftsresultatandelen er noe lavere enn det en ville forvente når en tar hensyn til alternative plasseringsmuligheter. I den aktuelle perioden har eierne ved å drive industrivirksomhet hatt en lønnsomhet som har vært under det de kunne ha oppnådd ved å plassere midlene i statsobligasjoner, driftsrisikoen tatt i betraktning.

Forskjellen i driftsresultat mellom enperson- og flerpersoneforetak vil altså i noen grad være bestemt av hvorvidt foretaket er forpliktet til å betale ut lønn. Når enpersonforetakene kan oppnå samme lønnsomhet som alternative plasseringer, kan dette delvis ha sin forklaring i at eieren ikke tar ut særlig mye kompensasjon for sin egen arbeidsinnsats.

Et interessant spørsmål blir da hvorfor noen driver virksomhet når enten lønnsomheten er relativt svak, eller arbeidsgodtgjørelsen er forholds-

Tabell 5.2 Beregnet kapitalavkastningsrate, lønnskostnader og driftsresultat som andel av driftsinntekter. Småforetak med minst 5 millioner i driftsinntekter. Industri 1985–1992

	1985 N = 92	1986 N = 116	1987 N = 122	1988 N = 144	1989 N = 157	1990 N = 185	1991 N = 200	1992 N = 207	Gjennom- snitt 1985-92
Driftskapitalavk. = statsobl.rente + risikopremie (6 prosentp.)	18,9	19,6	19,6	19,1	16,8	16,7	15,9	15,8	17,8
Stipulert lønsandel	21,8	22,9	24	22,7	22,6	22,5	26,9	25,7	23,6
Faktisk lønsandel	25,4	26,2	26,7	27,2	27,2	27,2	29,5	27,7	27,1
Stipulert driftsresultat- andel	8,1	8,5	7,4	7,8	7,6	7,7	6,8	6,9	7,6
Faktisk driftsresultat- andel	4,4	5,3	4,7	3,4	3,1	3,0	4,2	4,9	4,1

vis lav. Det kan tenkes flere forklaringer. For det første er det ikke sikkert at regnskapsdataene gir et helt riktig bilde av småforetakenes faktiske økonomiske situasjon. For det andre kan, som tidligere antydnet, mange små virksomheter være såkalte levebrødsforetak. Det vil si at eieren lager sin egen arbeidsplass innen et felt hvor han eller hun har spesielle interesser. Så lenge det er mulig å leve av virksomheten, kommer avkastningens størrelse i annen rekke. Gleden ved å utføre det arbeidet en trives med, kan veie opp for en eventuell tapt fortjeneste. Dette kan for eksempel tenkes å være tilfellet innen ulike former for håndverksbedrifter. I tillegg kan det ikke utelukkes at eieren av levebrødsforetak kan drive virksomheten fordi vedkommende støttes økonomisk av ektefellen. For det tredje kan resultatene skyldes at nyetablerte foretak har relativt lav lønnsomhet i startfasen.

Hersoug (1993:31) er inne på noen av de samme faktorene:

«Hvis man gjennomgående kan observere lavere avkastning i ikke-børsnoterte selskaper, må det være fordi investorene ikke er rasjonelle i teoretisk forstand. Tradisjoner og arv kan komme inn i bildet. Faktorer som ønske om å skape sin egen arbeidsplass, selv bestemme over virksomheten osv. kan ha betydning slik at man er villig til å satse kapital i virksomhet som gir lavere forventet avkastning enn det investorer i børsnoterte selskaper oppnår. For eierne av ikke-børsnoterte bedrifter er ofte deres egen arbeidsplass og status involvert. Det vil bidra til at virksomheten holdes gående selv om både faktisk og forventet kapitalavkastning er blitt lav. Innenfor et børsnotert selskap vil kanskje en slik virksomhet være blitt nedlagt på et tidligere tidspunkt.»

Det vi også kan merke oss, er at dersom delingsmodellen i skattesystemet var blitt brukt også før 1992, ville småforetakene sannsynligvis ha kommet relativt godt ut. Jo høyere den beregnede driftsresultatandelen eller kapitalinntektsdelen blir, jo lavere blir den skatten som skal betales.

5.5 Finansielt resultat og gjeldsrente

5.5.1 Finansielt resultat

Det finansielle resultatet svarer til differansen mellom finansinntektene og finansutgiftene. Den viktigste finansinntekten er renteinntekter, men mange foretak har dessuten noe fortjeneste på aksjeplasseringer. Småforetakene bokfører så og si ingen inntekt i forbindelse med valutakursendringer. Det er her en markant forskjell mellom små og store foretak, noe som ikke er overraskende, tatt i betraktning at små foretak sannsynligvis verken har kapasitet eller midler til å drive særlig handel eller valutatransaksjoner overfor utlandet.

Rentekostnader dominerer finansutgiftene. Dette gjelder både små og store foretak. I småforetak utgjør rentekostnadene i perioden 1987–1992 i gjennomsnitt 86 prosent av finansieringskostnadene. Når finanskostnadene er større enn finansinntektene, må underskuddet dekkes av driftsresultatet.

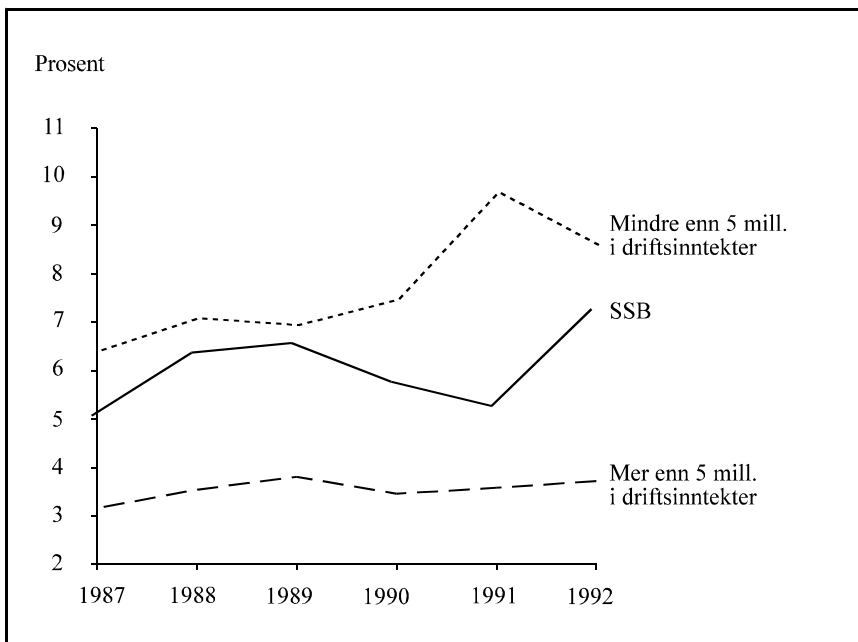
I det følgende skal vi se på utviklingen i finansinntekter, finanskostnader og finansielt resultat i norske industriforetak. Først tar vi for oss alle småforetak med mindre enn 50 ansatte i perioden 1983–1992. Deretter sammenlikner vi over perioden 1987–1992 småforetak med store foretak, det vil si foretak omfattet av SSBs regnskapsstatistikk med minst 50 sysselsatte. Småforetakene deles i to grupper, de minste små med inntil 5 millioner – og de noe større små med over 5 millioner i driftsinntekter.

Finansielt resultat i småforetak

Bivariate analyser som er gjort med bakgrunn i FAFOs regnskapsdata for foretak med mindre enn 50 ansatte viser at det er en negativ sammenheng mellom finanskostnadene som andel av driftsinntektene og størrelsen. Det vil si at jo mindre omsetning et småforetak har, jo større andel av driftsinntektene utgjør finanskostnadene. Samme analyse viser at finanskostnadene som andel av driftsinntektene har økt i løpet av perioden 1983–1992, at de er høyere for personlige foretak enn for aksjeselskaper, og at de øker med gjeldsandelen, jf. vedlegg 5.2.

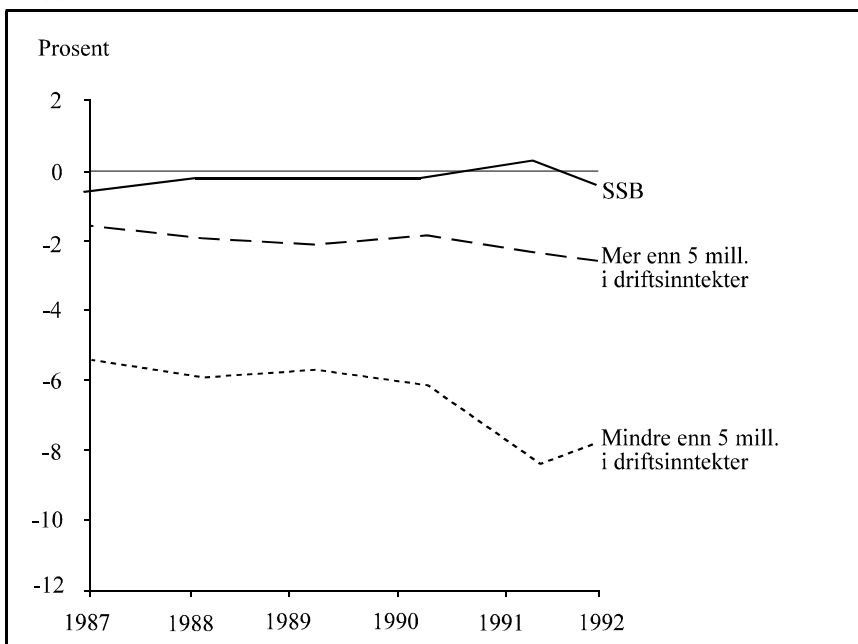
Det finansielle resultatet som andel av driftsinntektene er bedre jo større småforetaket er. Resultatet forverrer seg generelt for småforetak over tid og er lavere for personlige foretak enn for aksjeselskaper, jf. vedlegg 5.2.

Figur 5.3 Finanskostnader som andel av driftsinntekter i ulike foretaksgrupper. Industri 1987–1992



Kilde: NOS Regnskapsstatistikk, FAFOs regnskapsstatistikk

Figur 5.4 Finansielt resultat som andel av driftsinntekter i ulike foretaksgrupper. Industri 1987–1992



Kilde: NOS Regnskapsstatistikk, FAFOs regnskapsstatistikk

Sammenlikning av små og store foretak

Gjennomsnittlig har småforetak uavhengig av størrelse et negativt finansielt resultat. Det samme er tilfellet for store foretak i perioden 1987–1992 med unntak av 1991. Den finansielle situasjonen er likevel forholdsvis mye bedre enn i småforetak. Dette henger særlig sammen med gjennomsnittlig høyere finansinntekter i de store foretakene. Figur 5.3 og 5.4 viser finanskostnadene og det finansielle resultatet som andel av driftsinntektene for store og små foretak.

Av figur 5.3 framgår det at de aller minste foretakene har høyest finanskostnadsandel. De aller minste småforetakene har dessuten et mye dårligere finansielt resultat enn andre foretak. Denne gruppen har nesten ingen finansinntekter, slik at resultatet blir på omtrent samme nivå som kostnadene, bare med motsatt fortegn, jf. figur 5.4.

I de største småforetakene er finanskostnaden som andel av driftsinntektene lavere enn i store foretak. Dette til tross for at småforetak er mer lånefinansierte enn store. Vi kommer tilbake til foretakenes kapitalstruktur i del 5.8. Her skal vi bare antyde to mulige grunner til at større småforetak har mindre finanskostnader som andel av driftsinntektene enn store foretak til tross for at småforetak generelt har høyere gjeldsandel og høyere andel kort-siktig gjeld. For det første kan det skyldes at det totale kapitalomfanget i forhold til omsetningen er mye mindre i småforetak enn i store foretak. For det andre kan det være at større småforetak har spesielt gunstige låneordninger.

Tabell 5.3 Statsobligasjonsrente og beregnet gjeldsrente for store og små foretak. Industri 1987–1992

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	Gjennomsnitt
Statsobligasjonsrente (Kilde: Norges Bank)	13,6	13,1	10,8	10,7	9,9	9,8	11,3
Gjennomsnittlig gjeldsrente store foretak (antall foretak) (Kilde: SSB)	5,6 (996)	7,8 (986)	8,2 (961)	6,1 (918)	6,0 (464)	6,2 (453)	6,7
Gjennomsnittlig gjeldsrente alle småforetak (antall foretak) Kilde: FAFO)	7,4 (486)	7,6 (549)	7,3 (619)	7,6 (683)	9,1 (729)	7,0 (665)	7,7
Gjennomsnittlig gjeldsrente småforetak med mer enn 5 millioner i driftsinntekter (antall foretak) (Kilde: FAFO)	5,7 (364)	6,1 (405)	6,5 (462)	6,1 (498)	7,0 (529)	7,0 (458)	6,4
Gjennomsnittlig gjeldsrente småforetak med 5 millioner eller mindre i drifts- inntekter (antall foretak) (Kilde: FAFO)	8,0 (122)	8,1 (144)	7,6 (157)	8,1 (185)	9,9 (200)	6,9 (207)	8,1

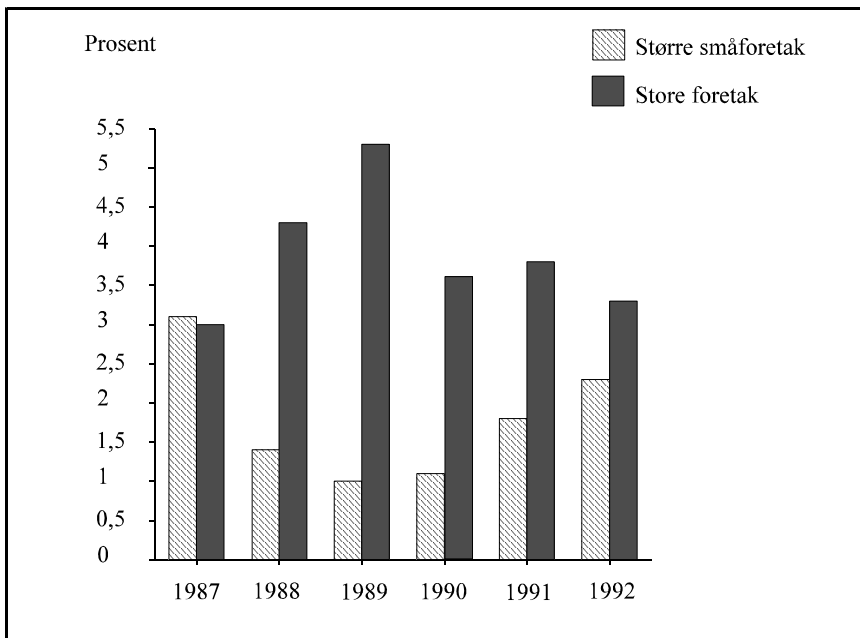
De største småforetakene har også relativt små finansinntekter. Når det gjelder finansielt resultat som andel av driftsinntekter, kommer de derfor noe dårligere ut enn store foretak, men likevel betraktelig mye bedre ut enn de aller minste småforetakene.

5.5.2 Gjeldsrente

Bivariate analyser av FAFOs datamateriale, som omfatter småforetak med mindre enn 50 ansatte, viser at gjeldsrenten i perioden 1983–1992 avtar med foretakets størrelse.¹³

I tabell 5.3 vises en beregnet gjeldsrente for små og store foretak i perioden 1987–1992. I det aktuelle tidsrommet har småforetakene samlet gjennomsnittlig ett prosentpoeng høyere gjeldsrente enn de store foretakene. De største småforetakene, det vil si foretak med mer enn 5 millioner i driftsinntekter, har imidlertid en gjennomsnittlig gjeldsrente på nivå med store foretak. Det er med andre ord de aller minste småforetakene som har særlig høy gjeldsrente. For alle grupper foretak ligger den gjennomsnittlige gjeldsrenten de fleste år langt under statsobligasjonsrenten, noe som kan tyde på at norske industriforetak generelt har hatt gunstige finansieringsordninger.

Figur 5.5 Resultat før ekstraordinære poster som andel av driftsinntekter i større småforetak og store foretak. Industri 1987–1992



Kilde: NOS Regnskapsstatistikk, FAFOs regnskapsstatistikk

¹³ Gjennomsnittlig gjeldsrente beregnes ved å dividere rentekostnadene på gjeld.

5.6 Resultat før ekstraordinære poster

Vi har tidligere vært inne på at driftsresultatet går med til å dekke finansieringskostnadene i de tilfellene der det finansielle resultatet er negativt. For å få et godt bilde av lønnsomheten er det derfor viktig å se driftsresultat og finansielt resultat i sammenheng. Driftsresultat pluss finansielt resultat utgjør resultat før ekstraordinære poster. Det er dette resultatmålet som inngår i egenkapitalrentabiliteten.

Av del 5.3 ovenfor framgår det at de største småforetakene har driftsresultat som andel av driftsinntekter på nivå med store foretak. I del 5.5 viste vi at finanskostnadene som andel av driftsinntektene er lavere, mens det finansielle resultatet er dårligere, i de største småforetakene enn i store foretak. Totalt får derfor de største småforetakene gjennomsnittlig lavere resultat før ekstraordinære poster som andel av driftsinntekter enn store foretak, jf. figur 5.5. Det lavere resultatet i de største småforetakene skyldes altså ikke at driften går dårligere eller at finansieringskostnadene er mer belastende, men at finansinntektene er lavere.

5.7 Rentabilitet

Når lønnsomheten skal måles, er det interessant å se på hvor mye overskuddet utgjør i forhold til kapitalinnsatsen. Totalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet er de to vanligste målene for å beregne avkastningen på henholdsvis samlet kapital og egenkapital.

De sentrale definisjonene for resultatmål som er brukt i dette kapitlet:

Driftsresultat = driftsinntekter – vareinnsats – lønnskostnader – avskrivninger	Finansielt resultat = renteinntekter + andre finansinntekter – rentekostnader – andre finanskostnader
Resultat før ekstraordinære poster = driftsresultat + finansielt resultat	Omløpshastighet = driftsinntekter/total kapital*
Totalrentabilitet = (resultat før poster + rentekostnader) x 100/total kapital*	
Egenkapitalrentabilitet = Resultat før poster x 100/egenkapital*	

* Som kapital regnes ved SSBs beregninger gjennomsnittlig kapital i løpet av året. FAFOs beregninger bruker kapital ved utgangen av regnskapsåret.

Totalrentabilitet defineres som resultat før ekstraordinære poster pluss renteutgifter dividert med totalkapitalen.¹⁴ Dette er i tråd med Statistisk sentralbyrås måte å beregne totalrentabiliteten på. I andre undersøkelser defineres totalrentabiliteten som resultat før ekstraordinære poster pluss finanskostnader dividert med totalkapitalen, se for eksempel Boye og Kinserdal (1992:44). I praksis er det liten forskjell mellom disse ulike definisjonene, fordi rentekostnadene utgjør størsteparten av finanskostnadene. Forenklet kan en dermed si at totalrentabiliteten måler hvor mye eierne får igjen på de investerte midlene, både den realkapitalen som er plassert i virksomheten, og de fordringene bedriften har på andre (i form av bankinnskudd, aksjer eller liknende).

Ved beregning av rentabiliteten for småforetak benyttes kapitalen ved utgangen av regnskapsåret. Statistisk sentralbyrå bruker den gjennomsnittlige kapitalen i løpet av året ved beregning av rentabiliteten i foretak med mer enn 50 sysselsatte. Størrelsene er derfor ikke helt sammenliknbare mellom små og store foretak.¹⁵

Foretak som har en stor andel «menneskelig kapital», vil ha rapportert relativt lite totalkapital i forhold til foretak med forholdsvis mye realkapital, for eksempel i form av maskiner. Det opplyses ikke om «menneskelig kapital» som utdanning eller annen kompetanse i regnskapene. Et eksempel kan være foretak som produserer dataprogrammer. Til slik produksjon er det nødvendig med mye kompetanse, men lite teknisk utstyr. Når en virksomhet har stor omsetning og lite real- eller finanskapital, blir totalrentabiliteten forholdsvis høy.

Fordi regnskapet bygger på historiske kostnader, kan det oppstå store forskjeller mellom den bokførte verdien og markedsverdien på aktiva. Når kapitalen undervurderes, blir rentabiliteten for høy, og den gir dermed ikke noe realistisk bilde av foretakets faktiske lønnsomhet.

Egenkapitalrentabilitet måler avkastningen på egenkapitalen og defineres som resultat før ekstraordinære poster dividert på egenkapitalen. Som oftest rapporteres egenkapitalrentabiliteten både før og etter skatt. Før skattereformen i 1992 var egenkapitalbegrepet gjenstand for diskusjon. En del av de betingede skattemessige avsetningene skulle gå til å dekke latente skattekrav, mens en annen del i praksis var egenkapital. Statistisk sentralbyrå har i sine regnskapsstatistikkpublikasjoner regnet halvparten av de skattemessige betingede avsetningene til egenkapitalen. Dette kan begrun-

¹⁴ Resultat før ekstraordinære poster pluss rentekostnader tilsvare driftsresultat pluss finansinntekter minus andre finansutgifter enn rentekostnader.

¹⁵ FAFOs datamateriale inneholder ikke kapital ved inngangen til regnskapsåret. Den gjennomsnittlige kapitalen beregnes dermed som gjennomsnittet av kapitalen ved utgangen av året før regnskapsåret, og ved utgangen av regnskapsåret. Slike beregninger viser at det gir små forskjeller i rentabiliteten om en benytter den gjennomsnittlige kapitalen i løpet av året eller kapitalen ved utgangen av året. Fordelen med å bruke kapitalen ved utgangen av året er at beregningene omfatter flere foretak. Dette har sammenheng med at ved beregninger av den gjennomsnittlige kapitalen faller alle foretak som er etablert i løpet av perioden, ut i etableringsåret.

nes med at den formelle skattesatsen for foretak lenge var 50,8 prosent. Enkelte forskere argumenterer imidlertid for at på grunn av ulike skattemessige avsetninger har skatteprosenten for aksjeselskaper før skattereforment bare vært 39,1 prosent. I realiteten er dermed minst 60,9 prosent av avsetningene å betrakte som egenkapital (jf. Boye og Kinserdal 1992).¹⁶ Ved våre beregninger av egenkapitalrentabiliteten omfatter egenkapitalen i tillegg til den bokførte egenkapitalen, halvparten av de betingede skattefrie avsetningene.

Vi har flere ganger vært inne på at levebrødsforetak har relativt høyt driftsresultat som andel av driftsinntekter. Vi vil derfor forvente at de aller minste foretakene har forholdsvis høy totalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet.

I dette avsnittet ser vi først på alle småforetak, det vil si foretak med mindre enn 50 ansatte, som er omfattet av FAFOs regnskapsstatistikk samlet. Det rapporteres om bivariate korrelasjoner, sentraltendens og spredning i datamaterialet. Deretter ser vi nærmere på de aller minste småforetakene. Til sist sammenlikner vi utviklingen i de største småforetakene med utviklingen i store foretak. Analysene gjennomføres separat for totalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet.

5.7.1 Totalrentabilitet

Totalrentabilitet i småforetak

Bivariate analyser som er gjort med bakgrunn i regnskapsdata for foretak med mindre enn 50 ansatte, viser at totalrentabiliteten avtar med foretakets størrelse, og at den er høyere for personlige foretak enn for aksjeselskaper. Totalrentabiliteten øker dessuten med økende gjeldsgrad, jf. vedlegg 5.2.

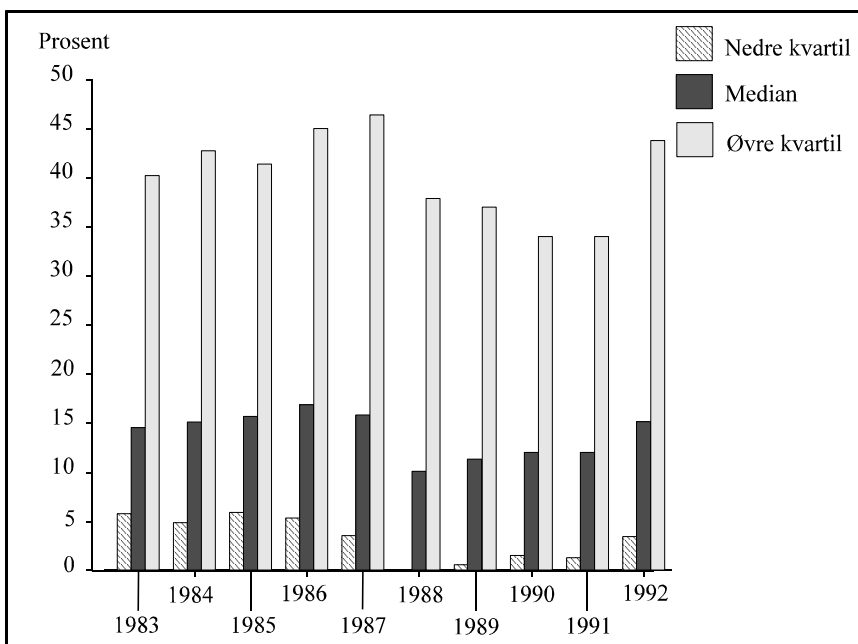
Figur 5.6 viser at det er stor spredning i totalrentabiliteten mellom småforetakene. Selv om verdiene på kvartilene og medianene er noe høyere, er bildet svært likt fordelingen av driftsresultatet i figur 5.1.

I gjennomsnitt for perioden 1983–1992 er medianverdien 13,9 prosent. Det vil si at halvparten av alle småforetak ikke har høyere verdi på totalrentabiliteten. En firedel har i det aktuelle tidsrommet en gjennomsnittlig totalrentabilitet på 3,2 prosent eller lavere, noe som er betydelig under den gjennomsnittlige obligasjonsrenten.

En firedel av alle småforetak har en totalrentabilitet på minst 40,3 prosent. Nesten alle disse har mindre enn 6 ansatte. Det er ikke overraskende at det er de aller minste foretakene som har høyest totalrentabilitet. Dette skyldes dels at disse foretakene har relativt høyt driftsresultat som andel av driftsinntekter, og dels at de har forholdsvis lav totalkapital.

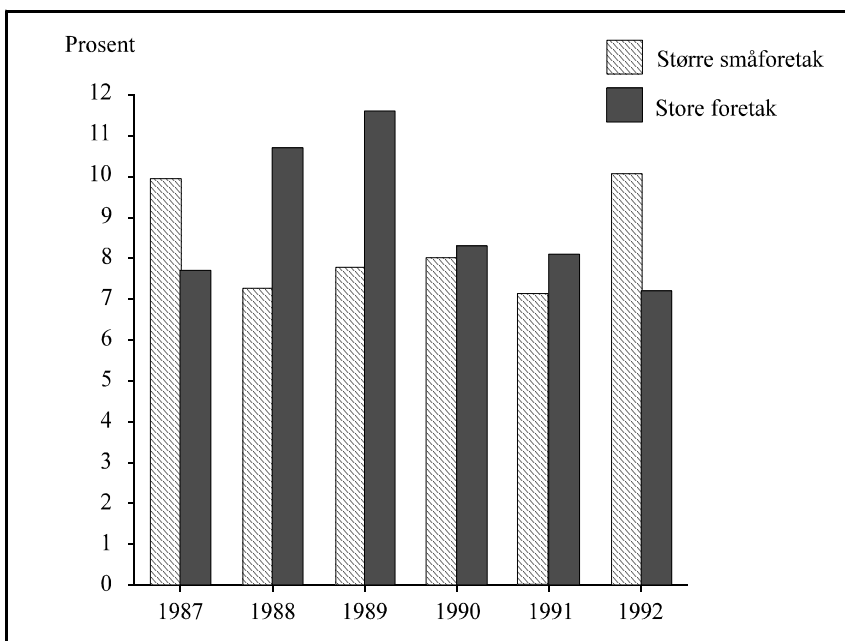
¹⁶ En slik reduksjon i skattesatsen vil framkomme om foretaket fullt ut har benyttet mulighetene til å avsette til konsolideringsfond.

Figur 5.6 Totalrentabilitet i småforetak. Industri 1983–1992



Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk

Figur 5.7 Totalrentabilitet i større småforetak og store foretak. Industri 1987–1992



Kilde: NOS Regnskapsstatistikk, FAFOs regnskapsstatistikk

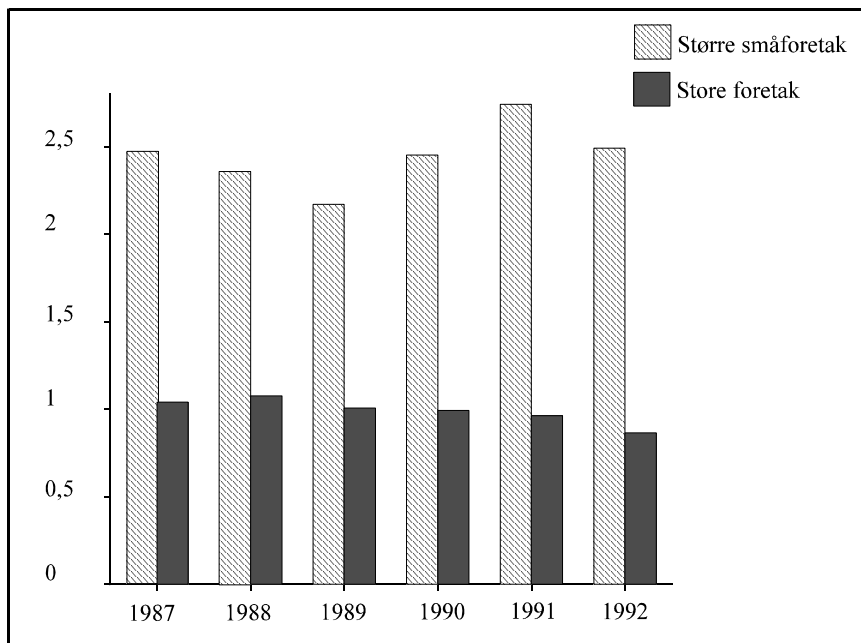
Sammenlikning mellom større småforetak og store foretak

Sammenlikner vi store foretak med større småforetak, det vil si foretak med mer enn 5 millioner kroner i driftsinntekter, finner vi at totalrentabiliteten gjennomsnittlig i perioden 1987–1992 er litt lavere i småforetakene, jf. figur 5.7. Forskjellene er imidlertid relativt små.

Fra del 5.2 og 5.4 vet vi at det ikke er stor forskjell mellom store foretak og større småforetak når det gjelder driftsresultat som andel av driftsinntekter. Isolert sett ville en ut fra dette vente at det er liten forskjell i totalrentabiliteten. Store foretak har imidlertid større finansinntekter enn småforetak, og dette trekker isolert sett i retning av høyere totalrentabilitet. Når forskjellen likevel er såpass liten, skyldes dette at store foretak har relativt små driftsinntekter i forhold til totalkapitalen. Det vil si at i store foretak er totalkapitalens omløpshastighet lavere enn i større småforetak, jf. figur 5.8.¹⁷

Boye og Kinserdal (1992:78) rapporterer at industribedrifter med mindre enn 5 millioner kroner i omsetning, som mottok lån eller tilskudd fra Distriktenes utbyggingsfond (DU) i perioden 1986–1990, har lavere omløpshastighet på totalkapitalen enn større foretak. Det kan dermed sy-

Figur 5.8 Totalkapitalens omløpshastighet i større småforetak og store foretak. Industri 1987–1992



Kilde: NOS Regnskapsstatistikk, FAFOs regnskapsstatistikk

¹⁷ Totalrentabiliteten kan deles i et uttrykk for avkastning i forhold til driftsinntektene og et uttrykk for totalkapitalens omløpshastighet:

$$\text{Totalrentabilitet} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{finansielt resultat} + \text{rentekostnader}}{\text{Driftsinntekter}} \times \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Totalkapital}}$$

nes som om foretak omfattet av DU-ordninger har hatt mer realkapital enn småforetak generelt.¹⁸

5.7.2 Egenkapitalrentabilitet

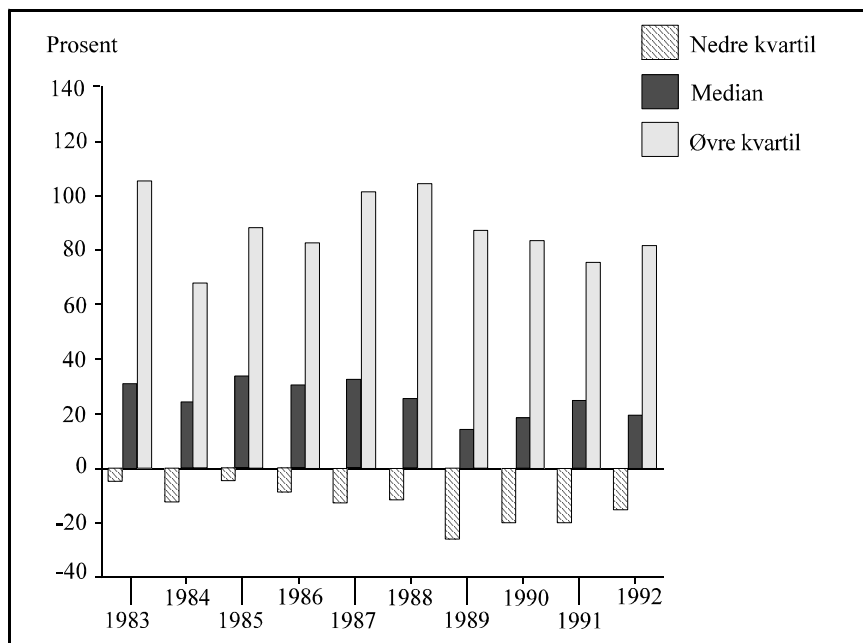
Egenkapitalrentabiliteten kan måles både før og etter skatt. SSBs beregninger av egenkapitalrentabiliteten etter skatt gjelder bare aksjeselskaper. Siden en stor andel av FAFOs datamateriale omfatter personlige foretak, er det i dette avsnittet egenkapitalrentabiliteten før skatt som beskrives.

Egenkapitalrentabilitet i småforetak

Analysen av FAFOs regnskapsdata viser at det er en signifikant negativ sammenheng mellom egenkapitalrentabiliteten og størrelsen på gjeldsandel. Unntak er de foretakene der egenkapitalrentabiliteten er høyere enn totalrentabiliteten samtidig som totalrentabiliteten er høyere enn gjeldsrenten. Analysene viser ingen signifikante bivarierte korrelasjoner mellom egenkapitalrentabilitet og størrelse, regnskapsår eller eierform, jf. vedlegg 5.2.

Figur 5.9 viser sentraltendensen og spredningen i småforetak med mindre enn 50 ansatte. Vi ser at nedre kvartil er negativ over hele perioden. Det vil si at en firedel av småforetakene har en egenkapitalrentabilitet under

Figur 5.9 Egenkapitalrentabilitet i småforetak. Industri 1983–1992



Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk

¹⁸ I perioden 1987–1992 var totalkapitalens omløpshastighet i alle småforetak omfattet av FAFOs regnskapsstatistikk gjennomsnittlig 3,5. Det betyr at omløpshastigheten var noe høyere i mindre enn i større småforetak.

null. Av foretak som har negativ egenkapitalrentabilitet i perioden 1983–1992, hører i gjennomsnitt vel 72 prosent til de aller minste småforetakene, det vil si foretak med 5 millioner eller mindre i omsetning.

Halvparten av småforetakene har i perioden 1985–1992 en egenkapitalrentabilitet på gjennomsnittlig minst 24,8 prosent. I samme periode er den gjennomsnittlige statsobligasjonsrenten pluss driftsrisikotillegget 17,8 prosent, jf. tabell 5.1. Dette innebærer at minst halvparten av småforetakene i tidsrommet 1985–1992 har høy nok egenkapitalrentabilitet til å dekke en finansiell risiko på gjennomsnittlig 7 prosentpoeng.

Sammenlikning mellom små og store foretak

Figur 5.10 viser at større småforetak, det vil si småforetak med mer enn 5 millioner i driftsinntekter, har høyere egenkapitalrentabilitet i perioden 1987–1992 enn store foretak. Høyere egenkapitalrentabilitet kan enten skyldes bedre driftsresultat og finansielt resultat eller relativt mindre egenkapital i småforetak.

Som det framgår av figur 5.5, er resultatet før ekstraordinære poster som anel av driftsinntekter jevnt over best i de store foretakene. Høyere egenkapitalrentabilitet i småforetak henger da sammen med at småforetak har høyere driftsinntekter i forhold til egenkapital enn store foretak. Fordi det er relativt mindre egenkapital å forrente, kan et relativt dårligere resultat i forhold til omsetningen gi bedre avkastningsrate totalt sett i småforetak, jf. figur 5.10.

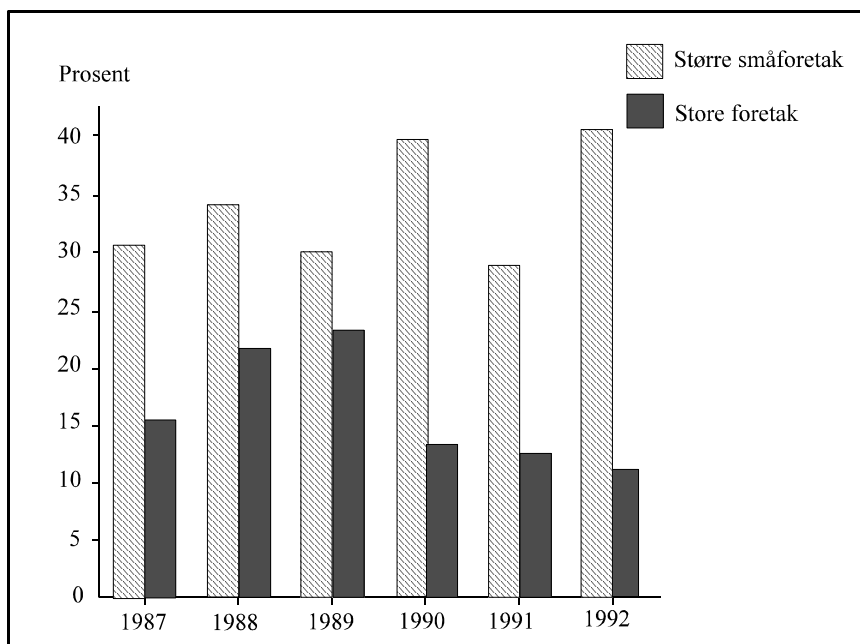
Sammenlikning av alternative avkastningsrater

Figur 5.11 viser utviklingen i totalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og gjennomsnittlig gjeldsrente samt en beregnet alternativ avkastningsrate i større småforetak. Den alternative avkastningsraten er fastsatt ut fra renten på statsobligasjoner med gjennomsnittlig fem års gjenstående løpetid pluss et tillegg på 6 prosentpoeng som kompensasjon for forretningsrisiko, jf. del 5.3.

Av figur 5.11 framgår det at totalrentabiliteten i småforetak har vært langt under den avkastningen en kunne forvente når det tas hensyn til alternative plasseringsmuligheter, og at det må beregnes et risikotillegg for å satse på egen virksomhet. Totalrentabiliteten har imidlertid i hele perioden vært høyere enn den gjennomsnittlige gjeldsrenten. Som vist i figur 5.2 og i tabell 5.3 har også store foretak hatt en totalrentabilitet og gjeldsrente på nivå med større småforetak. Dette betyr at lønnsomheten generelt i norsk industri i femårsperioden 1987–1992 er relativt lav, sammenliknet med den avkastningen som kunne oppnås ved å investere i statsobligasjoner. Forholdsvis lave gjeldsrenter har sannsynligvis spilt en rolle for mange foretak med tanke på at det tross dårlige resultater har vært mulig å holde virksomheten oppe.

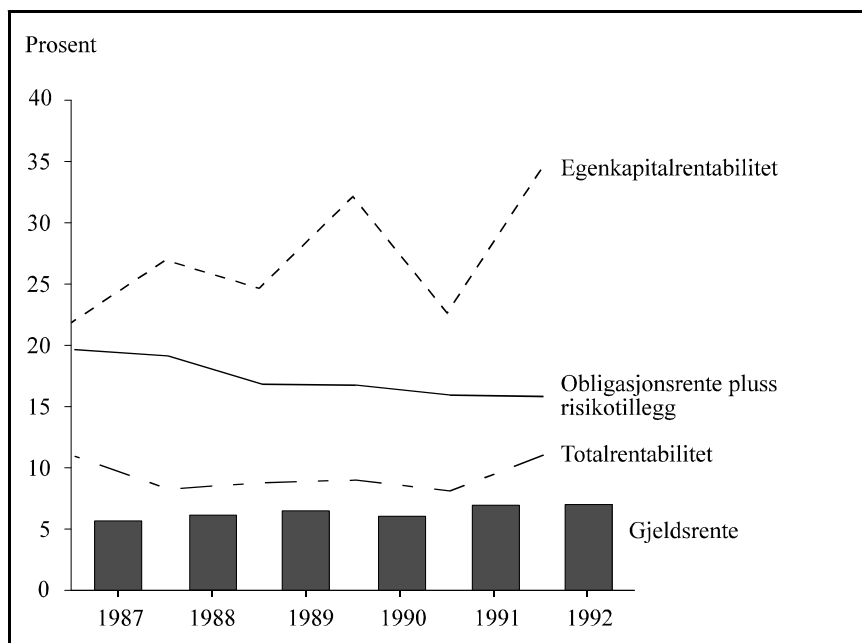
Når totalrentabiliteten er høyere enn gjeldsrenten, er egenkapitalrentabiliteten høyere enn totalrentabiliteten. Gjeldsfinansiering bidrar da positivt

Figur 5.10 Egenkapitalrentabilitet i større småforetak og store foretak. Industri 1987–1992



Kilde: NOS Regnskapsstatistikk, FAFOs regnskapsstatistikk

Figur 5.11 Avkastningsrater i større småforetak. Industri 1987–1992¹⁹



Kilder: Norges Bank, FAFOs regnskapsstatistikk

¹⁹ Småforetak med mer enn 5 millioner i driftsinntekter.

til egenkapitalrentabiliteten. Jo høyere gjeldsgraden er, jo høyere blir avkastningen på egenkapitalen. Dette innebærer at når foretak har gode utsikter til høy inntjening, vil det være fordel for det bundet med høy gjeld. Det motsatte er tilfellet når totalrentabiliteten er lavere enn gjeldsrenten (NOS Regnskapsstatistikk 1994:15). Boye og Kinserdal (1992) påpeker at totalrentabiliteten er et bedre lønnsomhetsmål enn egenkapitalrentabiliteten. Gunstige låneordninger blåser opp egenkapitalrentabiliteten, som dermed ikke vil gi noe godt bilde av hvor lønnsom egenkapitalen faktisk er.

I gjennomsnitt for perioden 1987–1992 er egenkapitalrentabiliteten i større småforetak i underkant av 28 prosent, eller om lag 10 prosentpoeng høyere enn den gjennomsnittlige obligasjonsrenten pluss driftsrisikotillegg på 6 prosent. Det betyr at i gjennomsnitt er avkastningen på egenkapitalen høy nok til å dekke eiernes finansielle risiko

5.8 Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen viser både hvilke investeringer foretaket har gjort, og hvordan investeringene er finansiert over tid. Et foretaks balanse består av på den ene siden omløpsmidler og anleggsmidler, og på den andre siden gjeld og egenkapital, se neste side.²⁰ Omløpsmidlene og anleggsmidlene utgjør foretakets eiendeler eller aktiva.

Vi vil først si litt om de ulike postene som inngår i balansen. I den videre framstillingen i denne delen konsentrerer vi oss om gjeld og egenkapitalsituasjonen i norsk industri.²¹

Balansens sammensetning

Omløpsmidler svarer til kortsiktige fordringer på inntil et år, mens anleggsmidler er mer langsiktige investeringer. Til omløpsmidlene regnes vanligvis blant annet kassabeholdning, bankinnskudd og varelager. Anleggsmidlene omfatter – i tillegg til aksjer – obligasjoner, lån til ansatte og eiere, investeringer i realkapital som maskiner, transportmidler, bygninger og inventar.

Omfanget av foretakets kortsiktige og langsiktige fordringer motsvares av kortsiktige og langsiktige lån, betingede skattefrie avsetninger og egenkapital.

Likviditetsgraden måler omløpsmidlene i forhold til den kortsiktige gjelden og sier noe om hvor lett foretaket kan dekke kortsiktige fordringer.

Jo større andel egenkapitalen utgjør av totalkapitalen, desto bedre soliditet sies et foretak å ha. God soliditet gir muligheter til å kunne finansiere investeringer foretaket selv har tro på, for eksempel nye produkter. Høy

²⁰ Betinget skattefrie avsetninger regnes da dels som gjeld og dels som egenkapital.

²¹ Sammensetningen av eiendeler, fordelingen på real- og finanskapital samt likviditetsgraden behandles ikke i denne rapporten, men kommer til å være tema for et særskilt notat.

BALANSE

OMLØPSMIDLER	KORTSIKTIG GJELD
Konter	Leverandørgjeld
Bankinnskudd og innestående på postgiro	Vekselgjeld
Aksjer og andeler	Kassekreditt
Obligasjoner og andre verdipapirer	Skyldig lønn
Vekselfordringer	Skyldig skattetrekk
Kundefordringer	Skyldig merverdiavgift
Andre kortsiktige fordringer	Skyldig folketrygdavgift
Lager av råvarer og innkjøpte halvfabrikata	Betalbar skatt
Lager av varer under tilvirkning	Refusjon av skatt
Lager av ferdigvarer – egentilvirket	Forskudd fra kunder
Lager av kjøpte ferdigvarer	Skyldige renter
Forskudd til leverandører	Regnskapsmessige avsetninger
	Kortsiktige valutalån
	Avsatt utbytte og konsernbidrag
	Annen kortsiktig gjeld
ANLEGGSMIDLER	LANGSIKTIG GJELD
Aksjer og andeler	Utsatt skatt
Obligasjoner og andre verdipapirer	Ihendehaverobligasjonslån
Langsiktige fordringer på konsernselskap	Pantelån
Lån til aksjonærer, styremedlemmer m.v.	Regnskapsmessige avsetninger
Lån til ansatte	Langsiktig gjeld til konsernselskap
Utsatt skattefordel	Langsiktige valutalån
Andre langsiktige fordringer	Annen langsiktig gjeld
Forskudd til leverandører	Ansvarlig lånekapital
Patenter og liknende rettigheter	
Goodwill	EGENKAPITAL
Aktiverte kostnader	Aksjekapital
Skip og andre fartøyer	Reservefond
Andre transportmidler	Oppskrivingsfond
Maskiner, verkøy, inventar o.l.	Tilbakeføringsfond
Bygninger og bygningsmessige anlegg	
Anlegg under utførelse	Frie fond
Jord- og skogbrukseiendommer	Udekket tap
Tomter, gruver, steinbrudd,	
vannfall og andre grunnarealer	
Boliger (inkludert boligtomter)	
Krav på aksjeinnskudd	
Egne aksjer	
SUM EIENDELER	SUM GJELD OG EGENKAPITAL

gjeldsgrad kan øke sannsynligheten for konkurser. Uavhengig av konjunkturer, det vil si om foretaket har et godt eller dårlig år, må renteforpliktelsene oppfylles. Av samme grunn øker også presset mot ledelsen til å drive lønnsomt når foretaket har forholdsvis mye gjeld. Det er ikke så enkelt å fastsette hva som er «god» soliditet eller optimal kapitalstruktur. Dette vil avhenge av kostnader forbundet med konkurs, muligheter for fremmedfinansiering og så videre, og vil trolig variere fra bransje til bransje og fra region til region. Ifølge Boye og Kinserdal (1992:43) bør egenkapital-

andelen ligge i størrelsesorden 30–40 prosent «for at en bedrift skal sies å ha tilfredstillende soliditet».

Vi har tidligere vært inne på at størrelsen på egenkapitalen avhenger av hvordan vi deler skattemessig betingede avsetninger mellom gjeld og egenkapital. Boye og Kinserdal (1992) bruker ved sine beregninger forholdet 39,1 : 60,9.²² De begrunner dette med at dersom et foretak avsatte 23 prosent til konsolideringsfond, ble den maksimale skattesatsen 39,1 prosent. I tillegg til konsolideringsfond var det muligheter for andre skattemessige avsetninger. Den faktiske skattesatsen kunne dermed bli langt under 39,1 prosent. Med skattereformen er disse avsetningsmulighetene falt bort.

Jo lavere den gjennomsnittlige skattesatsen var, desto større del av de skattemessig betingede avsetningene kunne før 1992 regnes til egenkapitalen. I våre analyser har vi, i samsvar med den praksisen Statistisk sentralbyrå benytter, delt de skattemessig betingede avsetningene i to, med hver sin halvpart til den langsiktige gjelden og egenkapitalen. En annen delingsmåte ville gi et gunstigere bilde av soliditeten i industriforetak. Forskjellen mellom små og store foretak vil imidlertid også øke til storforetakenes fordel med en annen beregningsmetode, fordi store foretak i gjennomsnitt har hatt en større andel skattemessig betingede avsetninger.²³

Gjeld og egenkapitalsituasjonen

På samme måte som i foregående avsnitt ser vi først på den generelle utviklingen i småforetak. Deretter undersøker vi spesielt situasjonen i de aller minste småforetakene. Til sist sammenliknes utviklingen i litt større småforetak med utviklingen i store foretak.

Gjeld og egenkapital i småforetak

Analyser av FAFOs regnskapsstatistikk, som omfatter småforetak med mindre enn 50 ansatte, viser at både den kortsiktige og langsiktige gjelden som andel av totalkapitalen økte i løpet av perioden 1983–1992, og at andelen avtok med foretakets størrelse, jf. vedlegg 5.2. Økningen i egenkapitalandelen i 1992 skyldes at skattemessige avsetninger delvis ble ført som egenkapital i forbindelse med skattereformen.

Når det gjelder soliditeten er det enda større spredning mellom småforetakene enn det som var tilfelle for driftsresultatet som andel av driftsinntektene og for totalrentabiliteten, jf. figur 5.12. Spesielt i perioden 1988–1991 er avstanden forholdsvis stor mellom nedre og øvre kvartil. Som vi

²² Skattesatsen framkommer slik: $(1 - 0,23) \times 0,508 = 0,391$. Fram til 1992 skulle foretakene betale en overskuddsskatt på 50,8 prosent. Det skattepliktige overskuddet kunne imidlertid reduseres ved at inntil 23 prosent ble avsatt til konsolideringsfond.

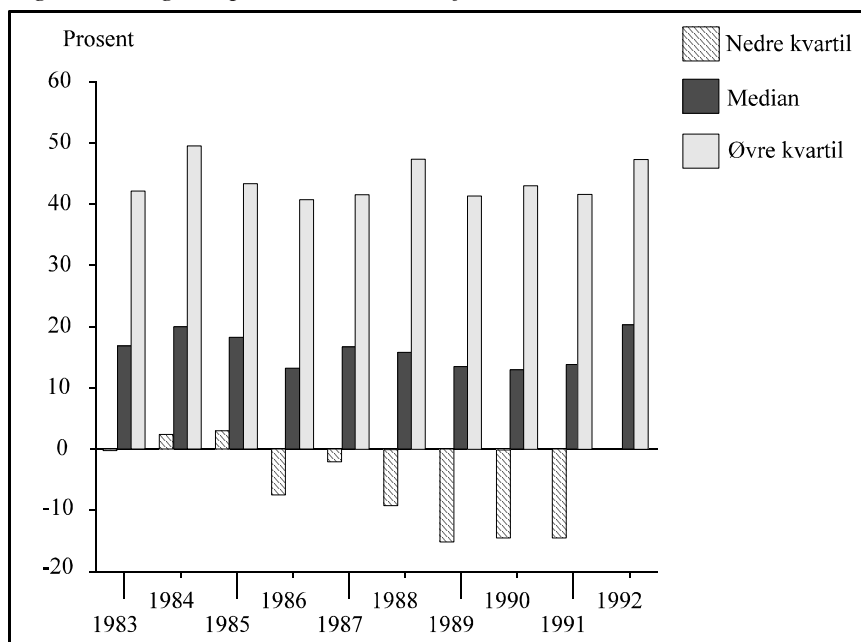
²³ I perioden 1987–1991 hadde store foretak en gjennomsnittlig egenkapitalandel på 23,6 prosent når halvparten av de skattemessig betingede avsetningene regnes som egenkapital. Det tilsvarende tallet for alle småforetak var 3,1 prosent. Ved å legge 60,9 prosent av de skattemessig betingede avsetningene til egenkapitalen øker egenkapitalandelen i store foretak til 25,1 prosent og i småforetak til 3,9 prosent.

Tabell 5.4 Gjennomsnittlig kortsiktig gjeldsandel, egenkapitalandel, finanskostnader som andel av driftsinntektene og gjeldsrente i alle små foretak, fordelt på landsdeler.²⁴ Industri 1983–1992

	Østlandet	Agder og Rogaland	Vestlandet	Trøndelag	Nord-Norge
Antall regnskapskjema	1631	1003	1383	653	598
Kortsiktig gjeldsandel	59,7	59,5	56,0	50,9	45,8
Langsiktig gjeldsandel	0,9	33,7	33,2	37,4	45,2
Egenkapitalandel	6,4	5,3	8,4	10,0	5,4
Finanskostnader som andel av driftsinntektene	5,1	4,5	5,7	7,4	9,0
Gjeldsrente	6,8	6,5	6,4	7,7	9,8

Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk

Figur 5.12 Egenkapitalandeler i små foretak. Industri 1983–1992



Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk

²⁴ Østlandet omfatter Oslo, Akershus, Vestfold, Østfold, Hedmark, Oppland, Buskerud og Telemark. Vestlandet omfatter Hordaland, Sogn og Fjordane og Møre og Romsdal. Nord-Norge omfatter Nordland, Troms og Finnmark.

kommer tilbake til nedenfor, er egenkapitalandelen jevnt over relativt lav og gjeldsandelen relativt høy i småforetak, jf. figurene 5.13 og 5.14. Øvre kvartil har imidlertid en tilfredstillende soliditet i forhold til de kravene Boye og Kinserdal (1992:43) stiller.

Det er interessant å merke seg at den gjennomsnittlige andelen kortsiktig gjeld er lavere samtidig som finanskostnadene som andel av driftsinntektene og den gjennomsnittlige gjeldsrenten øker jo lenger nord i landet vi kommer, jf. tabell 5.4.

Av kapittel 4 framgår det at offentlige finansieringsordninger benyttes hyppigst i Nord Norge og minst blant foretak på Østlandet.

Gjeld og egenkapital i de minste småforetakene

Småforetak med inntil 5 millioner i driftsinntekter har svært svak soliditet i perioden 1983–1992, idet den gjennomsnittlige egenkapitalandelen i den aktuelle perioden er 5,6 prosent. Av alle småforetak med negativ egenkapitalandel tilhører gjennomsnittlig 87 prosent de aller minste foretakene.

Gjelden er hovedsakelig kortsiktig. Kortsiktig gjeld som andel av totalkapitalen utgjør i de aller minste småforetakene gjennomsnittlig 53 prosent i første halvdel og 62 prosent i andre halvdel av perioden 1983–1992.

Sammenlikninger mellom større småforetak og store foretak

Småforetak med mer enn 5 millioner i driftsinntekter har en mye lavere egenkapitalandel, og dermed dårligere soliditet enn store foretak som omfattes av SSBs regnskapsstatistikk.

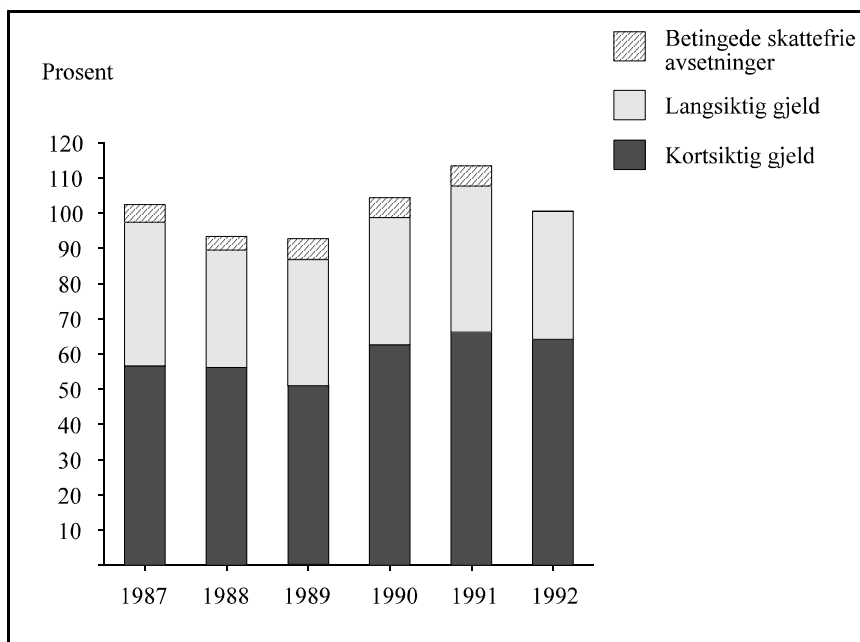
Figur 5.14 viser gjelden fordelt på totalkapitalen i små og store foretak. Det framgår av figur 5.14 at både små og store foretak har mer kortsiktig enn langsiktig gjeld. Dette er også tilfellet dersom halvparten av de skattemessig betingede avsetningene legges til den langsiktig gjelden.

Småforetak har en vesentlig høyere andel kortsiktig gjeld enn store foretak. I perioden 1987–1992 er den gjennomsnittlige andelen kortsiktig gjeld i større småforetak vel 54 prosent. Det tilsvarende tallet for store foretak er i overkant av 41 prosent. Sammenlikninger mellom figur 5.13 og 5.14 viser også at de minste småforetakene i betydelig større grad enn større småforetak finansierer seg ved hjelp av kortsiktig lånekapital.

En høy andel kortsiktig gjeld legger større press på foretaket for å finne fram til refinansiering av investeringer. Det krever med andre ord større ressurser fra ledelsens side å sikre opprettholdelse av driften.

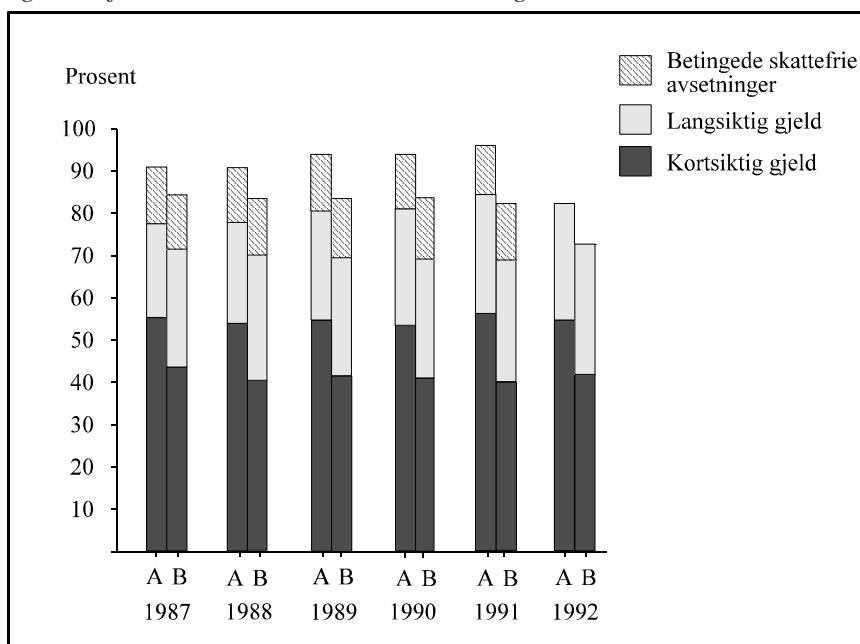
I perioden 1987–1992 har større småforetak og store foretak gjennomsnittlig omtrent like stor andel langsiktig gjeld når halvparten av de skattemessig betingede avsetningene medregnes. I småforetak er andelen 31 prosent og i store foretak vel 34 prosent. En høyere andel kortsiktig gjeld i småforetakene enn i store foretak oppveies med andre ord av en lavere egenkapitalandel.

Figur 5.13 Gjeld og skattemessig betingede avsetninger i de minste småforetakene. Industri 1987–1992



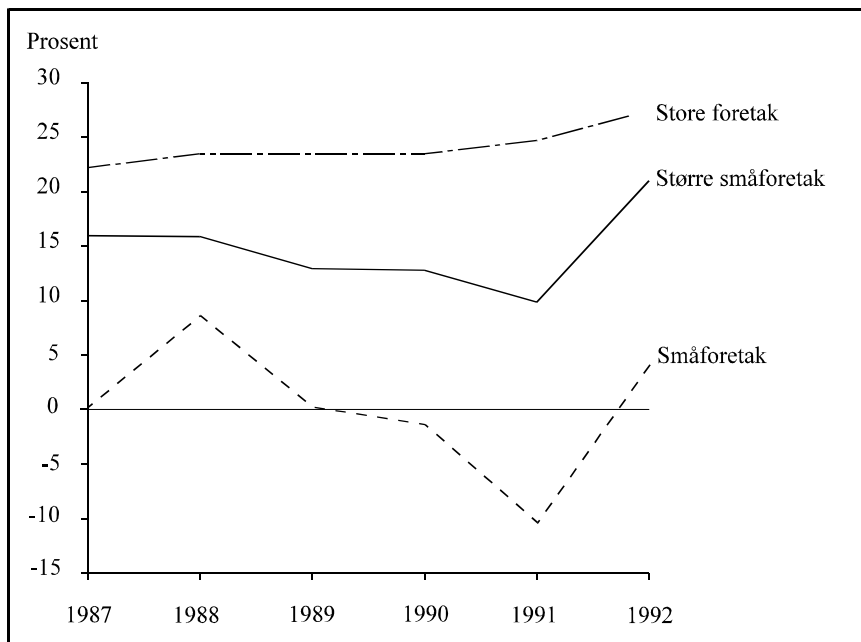
Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk

Figur 5.14 Gjeld og skattemessig betingede avsetninger i større småforetak og store foretak. Industri 1987–1992. A: Egne data, B: SSB-data



Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk, NOS Regnskapsstatistikk

Figur 5.15 Egenkapitalandeler i små og store foretak. Industri 1987–1992



Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk, NOS Regnskapsstatistikk

Figur 5.15 viser egenkapitalandelene i små og store foretak i perioden 1987–1992. Det framgår av figuren at soliditeten er særlig lav i de aller minste foretakene.

I del 5.5 viste vi at den gjennomsnittlige gjeldsrenten er omtrent på samme nivå for større småforetak og store foretak i tidsrommet 1987–1992. Det kan dermed synes som om den høye andelen kortsiktig gjeld og den lave egenkapitalandelen i småforetak ikke har medført betydelig høyere finansieringskostnader i disse foretakene.

Av kapittel 4 framgår det at av småforetak er det de med mellom 20 og 49 sysselsatte som hyppigst oppgir å benytte offentlige finansieringsordninger. Gunstige offentlige lån kan derfor være med på å forklare hvorfor de største småforetakene har en forholdsvis lav gjennomsnittlig gjeldsrente til tross for høye kortsiktige lån.

5.9 Oppsummering

I dette kapitlet har vi sett på lønnsomheten og kapitalstrukturen i norsk industri. Både når det gjelder ulike lønnsomhetsmål og når det gjelder soliditet, er det stor variasjon mellom småforetakene.

De aller minste småforetakene har et relativt høyt driftsresultat og relativt lave lønnskostnader i forhold til driftsinntektene. Dette kan være et uttrykk for at eiere av småforetak unnlater å ta ut så mye lønn til seg selv som de kunne ha fått om de var ansatt andre steder. For det første kan dette

ha sammenheng med at mange småforetak er i en etableringsfase. I en periode der en skal etablere seg i markedet, vil inntjeningen nødvendigvis kunne være lavere enn i senere perioder. Etter at driftskostnadene er betalt, går det resterende muligens til å dekke rentekostnader og til nyinvesteringer. Småforetak har i perioden 1983–1992 relativt høye finanskostnader i forhold til finansinntektene, slik at det finansielle resultatet er negativt. For det andre kan det ha sammenheng med at mange småforetak er såkalte levebrødsforetak som skaffer eieren og eventuelt eierens familiemedlemmer beskjeftigelse. Det er da liten forskjell mellom arbeidsgodtgjørelse og avkastning på investert kapital.

Driftsresultatet som andel av driftsinntektene er i større småforetak på høyde med det vi finner i store foretak. Det samme gjelder finanskostnadene. Men fordi småforetak nesten ikke har finansinntekter, blir det finansielle resultatet relativt mye dårligere i småforetakene. Samlet er resultatet før ekstraordinære poster derfor bedre i store foretak.

Totalrentabiliteten viser omtrent samme utvikling i større småforetak og store foretak. Dette har sammenheng med at totalkapitalens omløpshastighet er høyere i småforetak og dermed oppveier virkningen av dårligere finansinntekter. Et svakere finansielt resultat kan trolig være med på å forklare hvorfor småforetak har mye dårligere soliditet enn store foretak. På grunn av finansielt underskudd må en forholdsvis større del av driftsoverskuddet gå til å betale rentekostnadene i småforetak.

Selv om gjeldsandelen er høy og småforetak i særlig stor grad finansierer seg ved hjelp av kortsiktig gjeld, er det nesten ingen forskjell i den gjennomsnittlige gjeldsrenten mellom større småforetak og store foretak. Også de aller minste småforetakene har en relativt lav gjeldsrente sammenliknet med statsobligasjonsrenten.

Dette kan skyldes flere ting. For det første er det totale kapitalomfanget i småforetak forholdsvis lite, slik at tapspotensialet for långivere er forholdsvis begrenset. Dette kan gi seg utslag ved bankenes fastsettelse av lånerenten. For det andre kan gunstige statlige låneordninger kompensere for høyere rente i markedet, slik at den gjennomsnittlige gjeldsrenten blir på omtrent samme nivå i små som i store foretak. En høy gjeldsgrad kan dermed også forklares med god tilgang på billige lån.

FAFOs spørreundersøkelse og data fra Norges Bank (SEBRA-databasen) viser at statlige finansieringsordninger helst kommer større småforetak til gode. Regnskapsdata viser at de aller minste småforetakene har en høyere andel kortsiktig gjeld, høyere finansieringskostnader som andel av driftsinntektene og en høyere gjennomsnittlig gjeldsrente enn større småforetak.

Generelt har småforetak lite egenkapital, og finanskapitalen utgjør en forholdsvis liten andel av de totale aktiva. Driften synes å gi relativt sett like god inntjening som i store foretak. Mangel på egenkapital i utgangspunktet kan imidlertid medføre at mange blir værende i en «ond sirkel». Driftsoverskuddet går med til å dekke renteutgifter, og det blir lite igjen til å bygge opp egenkapitalen.

Vedlegg 5.1

<p>DRIFTSRESULTAT</p> <ul style="list-style-type: none"> + Salgsinntekter av varer og tjenester + Spesielle offentlige tilskudd – Spesielle offentlige avgifter + Aktiverte egne investeringsarbeider + Leieinntekt av fast eiendom + Andre driftsinntekter + Gevinst ved avgang driftsmiddel – Vareforbruk – Lønn, feriepenger, honorarer – Andre godtgjørelser – Arbeidsgiveravgift til Folketrygden – Innberetningspliktige pensjonskostnader – Andre personalkostnader – Frakt, spedisjon vedr. salget – Energi, brensel ved produksjon – Leieutgifter til fast eiendom – Lys, varme, vann og renovasjon – Leie til driftsmidler – Verktøy, inventar osv. – Vedlikehold og reparasjon – Diverse fremmede tjenester – Kontorrekvisita – Telefon og porto – Bilkostnader – Reise- og diettkostnader – Provisjonskostnader – Salgs-, reklame- og representasjonskostnader – Kontingenter og gaver – Forsikringer og garantikostnader – Patentlisens og royalties – Andre driftskostnader – Ordinære avskrivninger – Nedskrivning på anleggsmidler – Tap ved avgang anleggsmidler – Tap på fordringer – Tillegg/fradrag i beholdningsendring varer 	<p>KVASIRENTE TIL FAKTORPRISER</p> <ul style="list-style-type: none"> Produksjon for egen regning + Leiearbeid + Monterings- og reparasjonsarbeid + Annet arbeid + Utleie av maskiner og bygninger + Investerings- og rep.arbeid utført av bedriftens egne ansatte + Bruttofortjeneste på salg av handelsvarer – Råvarer til egen produksjon – Brensel og emballasje – Andre varer – Leiearbeid – Reparasjonsarbeid – Andre produksjonskostnader – Leie av maskiner og bygninger – Reparasjonsarbeid utført av bedriftens egne ansatte – Avgifter + Tilskudd – Kontraktmessig lønn – Andre ytelser til beste for lønnstakerne – Arbeidsgiveravgift m.m.
<p>Faktorinntekt</p> <ul style="list-style-type: none"> – Arbeidskraftkostnader <p>= Driftsresultat</p>	<p>Bearbeidingsverdi til faktorpriser</p> <ul style="list-style-type: none"> – Arbeidskraftkostnader <p>= Kvasirente til faktorpriser</p>

Kilder: NOS Regnskapsstatistikk 1992, NOS Industristatistikk, Golombek (1991)

Vedlegg 5.2 Korrelasjonsmatrise 1983–1992

	Eierform	Regnskapsår	Størrelse	Gjeldsandel
Driftsresultat/ driftsinntekter	.2829**	-.0549**	-0.491*	-.0441*
Lønnskostnader/ driftsinntekter	-.4673**	.0112	.0424*	-.0676**
Finansinntekter/ driftsinntekter	-.0725**	-.0048	.0168	-.0750**
Finanskostnader/ driftsinntekter	.1194	.0814**	-.0949**	.2862**
Finansielt resultat/ driftsinntekter	-.1411**	-.0750**	.0926**	-.2912**
Omløpsmidler/ totalkapital	-.2010**	.0022	.1279**	-.0797**
Kortsiktig gjeld/ totalkapital	.0200	.0542**	-.0548**	
Langsiktig gjeld/ totalkapital	.1765**	.0701**	-.0838**	
Totalrentabilitet	.3669**	-.0095	-.1359*	.2222**
Egenkapitalrenta- bilitet før skatt	.0312	-.0274	-.0080	-.1599**
Egenkapitalandel	-.1121**	-.0872**	.0763**	
Gjeldsrente	.1702**	.0759**	-.0702**	.2174**

Antall observasjoner: 3974 2-tailed Signif.: * -.01 ** -.001

Eierform: 1 = aksjeselskap/2 = personlig foretak

Regnskapsår: 1983–1992

Størrelse: Driftsinntekter i løpende kroner

Gjeldsandel: Samlet gjeld som andel av totalkapital

Vedlegg 5.3

Antall observasjoner som ligger til grunn for figurene i kapittel 5, varierer med år. Nedenfor gjengir vi antall observasjoner for hvert år i de forskjellige figurene.

I figurene 5.1, 5.6, 5.9, og 5.12

Foretak med inntil 5 millioner kroner i driftsinntekter:

1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
334	366	402	440	486	549	619	683	729	665

I figurene 5.2, 5.5, 5.7, 5.8, 5.10 og 5.14

1987 1988 1989 1990 1991 1992

Småforetak med driftsinntekter

større enn 5 millioner kroner	122	144	157	185	200	207
SSB	996	986	961	918	464	453

I figurene 5.3, 5.4 og 5.15:

1987 1988 1989 1990 1991 1992

Små foretak med inntil 5 millioner kroner i driftsinntekter

Små foretak med driftsinntekter

større enn 5 millioner kroner	122	144	157	185	200	207
SSB	996	986	961	918	464	453

I figur 5.11 Småforetak med driftsinntekter større enn 5 millioner kroner:

1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
92	116	122	144	157	185	200	207

I figur 5.13 Småforetak med inntil 5 mill kroner i driftsinntekter:

1987	1988	1989	1990	1991	1992
486	549	619	683	729	665

Kapittel 6

Lønnsomhet og soliditet i norske og svenske småforetak

6.1 Innledning

I kapittel 5 har vi sammenliknet små og store industriforetak (under og over 50 ansatte) i Norge med hensyn til lønnsomhet og soliditet. I dette kapitlet presenteres utvalgte nøkkeltall (resultat, avkastning og soliditet) for små industriforetak i Norge og Sverige i perioden 1990–1992. De minste foretakene er tatt ut, slik at sammenlikningen kun omfatter foretak med 20–49 ansatte.

En slik sammenlikning kan være interessant av flere grunner. For det første kan den virke som en kontroll av at våre funn synes rimelige. Det kan være grunn til å anta at den økonomiske situasjonen i småforetakene ikke vil være dramatisk forskjellig mellom to land som er så like som Norge og Sverige. For det andre kan sammenlikningen gi grunnlag for å drøfte hvorvidt norske småforetak er bedre eller dårligere stilt enn svenske småforetak.

Kapitlet er videre disponert som følger: I del 6.2 beskrives datagrunnlaget og problemer med å sammenlikne på tvers av land. I del 6.3 drøftes resultatstruktur med fokus på driftsresultat og lønnskostnader i prosent av driftsinntekter. For foretak som har lite realkapital, noe som ofte er tilfellet for småforetak, kan resultattallene gi mer relevant informasjon om lønnsomheten enn avkastningstallene. I del 6.4 fokuseres det på avkastningsstrukturen med vekt på tradisjonelle lønnsomhetsmål som totalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet samt på gjeldsrente, risikobuffer og gjeldsgrad. I del 6.5 drøftes likviditet og soliditet, det vil si mål som viser foretakenes evne til å betale gjeld og til å tåle tilbakeslag eller til å foreta foreta nye satsinger. I del 6.6 oppsummeres hovedfunn.

6.2 Datagrunnlag og komparative metodeproblemer

Det er forbundet med en rekke problemer å sammenlikne den økonomiske situasjonen i foretak på tvers av land med utgangspunkt i regnskapsdata. Ulike resultater i avkastning og kapitalforhold mellom land kan dels skyldes forskjeller i nasjonal regnskapslovgivning, i regnskapsstandarder og i regnskapspraksis. Skatteregler og avskrivningsregler varierer sterkt fra land til land, og det samme er tilfellet for muligheten til verdijustering av anleggsmidler. I tillegg kommer mindre forskjeller for vurdering av varer, langsiktige kontrakter, leasing, finansielle investeringer med mer (Kinserdal 1994). Det er ikke tatt hensyn til slike forskjeller i de resultatene som presenteres her. Forskjeller i makroøkonomisk utvikling i Norge og Sverige i perioden 1990–92 er heller ikke tatt med i vurderingen. Resultatene må derfor tolkes med varsomhet. Sammenlikningen spenner dessuten over et meget kort tidsrom og mange av forskjellene er små og trolig ikke signifikante.

Sammenlikningen er basert på to datasett – FAFOs regnskapsstatistikk for små industriforetak (jf. kapittel 1.2) og Statistiska Centralbyrån (SCB) Finansstatistik för företag. SCBs finansstatistikk omfatter regnskap for om lag 11 500 foretak hvert år og dekker alle typer virksomhet unntatt finansielle foretak (banker, investerings- og forsikringsselskap) og boligselskap. I industrien undersøkes samtlige foretak med minst 20 ansatte og i de øvrige bransjene samtlige foretak med minst 50 ansatte. For mindre foretak gjennomføres det utvalgsundersøkelser.

Sammenlikningen omfatter norske og svenske industriforetak med 20–49 ansatte i perioden 1990–1992. Antallet undersøkte foretak i svensk industri i dette tidsrommet er henholdsvis 1988, 1979 og 1776. FAFOs undersøkelse, som omfatter identiske foretak med 20–49 ansatte i den samme perioden, består av henholdsvis 66, 66 og 64 foretak. Siden utvalget av norske foretak er langt mindre enn det svenske, er usikkerheten knyttet til resultatene mye større for de norske enn for de svenske foretakene.

Nøkkeltallene presenteres i form av median og kvartiler.¹ Medianen viser midtverdien i en fordeling som halvparten av foretakene ligger enten over eller under. Foretak som har en lønnsomhet og soliditet under medianen, gjør det dårligere enn halvparten av foretakene, mens foretakene over medianen, gjør det bedre enn halvparten. Øvre og nedre kvartil viser hvilke foretak som tilhører den beste eller dårligste firedelen. Det er en styrkefaktor å være i den øvre kvartilen og en svakhetsfaktor å befinne seg i den nedre kvartilen. Foretakene er gruppert fra laveste til høyeste verdi for hvert

¹ Som i kapittel 5 brukes også her median og kvartiler som måleenheter. Det har sammenheng med at den svenske statistikken bruker disse målene. Medianen er dessuten et mer robust mål for sentraltendensen enn gjennomsnittet, idet det er mindre følsomt for ekstremverdier i fordelingen. Variasjonene i datamaterialet kommer også bedre fram ved bruk av median og kvartiler.

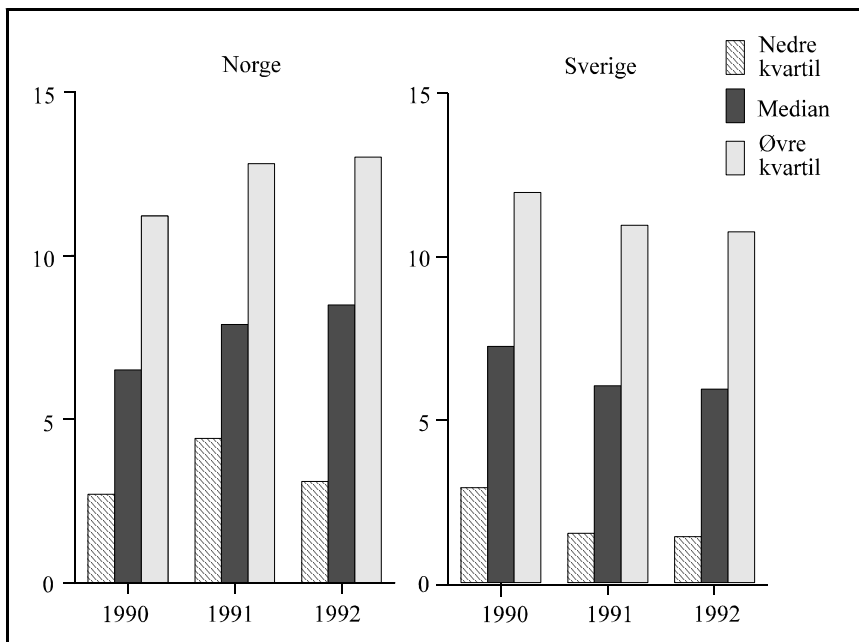
enkelt nøkkeltall. Det er med andre ord ikke de samme foretakene en finner igjen i øvre eller nedre kvartil for de ulike nøkkeltallene.

6.3 Resultatstruktur

Analysen i kapittel 5 viser at driftsresultatet som andel av driftsinntekter for små industriforetak svekkes i perioden 1983–1992. Driftsresultatet avtar også med foretakets størrelse, og personlige foretak kommer bedre ut enn aksjeselskap. Dette skyldes dels at det er en nær sammenheng mellom størrelse og eierform. De minste foretakene er gjerne organisert som personlige selskap, og gode driftsresultater kan dels forklares av lave eierlønninger i disse foretakene. I de noe større småforetakene (ofte aksjeselskap) med normale lønnsforpliktelser, vil lønnskostnadene veie tyngre og dermed påvirke driftsresultatet (jf. kapittel 5.4). Det er de største småforetakene (20–49 ansatte) i norsk og svensk industri som sammenliknes i dette kapitlet.

Figur 6.1 viser driftsresultatet i prosent av driftsinntekter for små industriforetak i Norge og Sverige i perioden 1990–1992. Dette målet viser det prosentuelle bidraget fra hver omsatt krone til dekning av avskrivninger, finansnetto og overskudd. Det er dermed et tilnærmet mål for hvor rasjontelt foretakets løpende produksjon er. Som det framgår av figuren, er det

Figur 6.1 Driftsresultat i prosent av driftsinntekter i norsk og svensk industri 1990–1992. Foretak med 20–49 ansatte (%)



Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk, Statistiska Centralbyrån Finansstatistik

klare forskjeller mellom sterke og svake foretak i begge land. Det er imidlertid langt mindre variasjon i gruppen foretak med 20–49 ansatte enn den vi fant da vi så på norske småforetak i gruppen med 0–49 ansatte (jf. figur 5.1). Forskjellene mellom land for de ulike verdiene er relativt små. De norske foretakene synes imidlertid å ha hatt en noe mer positiv utvikling enn de svenske både for medianverdiene og for foretakene i øvre kvartil i perioden 1990–1992. De dårligste norske foretakene (nedre kvartil) har heller ikke så svake resultater som de dårligste svenske; særlig gjelder det i 1990 og 1992.

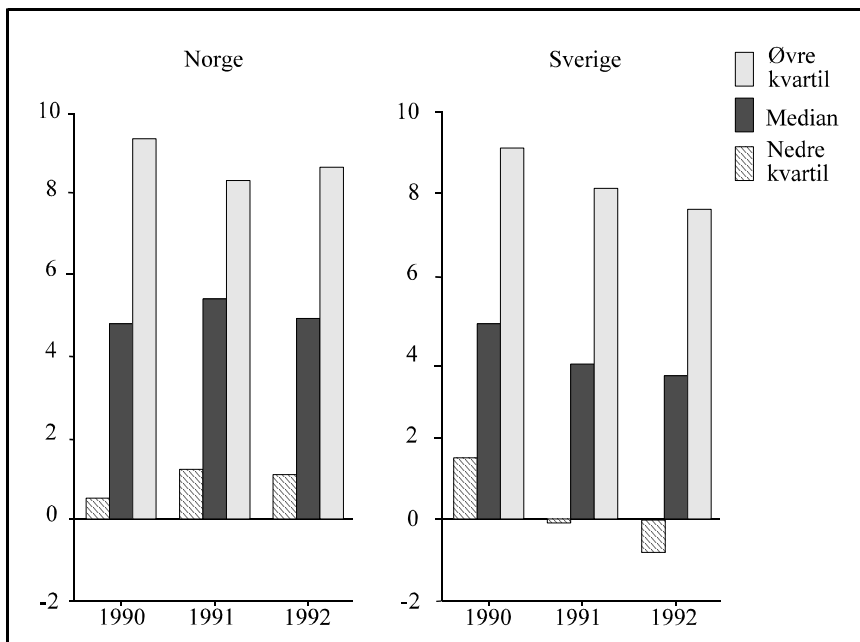
Figur 6.2 viser overskuddsprosenten i norske og svenske foretak, det vil si hvor mye av hver omsatt krone som finnes til dekning av rentekostnader og overskudd. Målet brukes primært i sammenheng med omsetningshastigheten på kapital for å forklare avkastningen på totalkapitalen. Kapitalens omsetningshastighet viser hvor effektivt foretaket utnytter sin kapital. Et foretak med lav omsetningshastighet på kapitalen trenger for eksempel en høy overskuddsprosent for å få en akseptabel avkastning på totalkapitalen, og omvendt.

Som det framgår av figur 6.2, varierer overskuddsprosenten kraftig mellom sterke og svake foretak i begge land, og særlig i svensk industri. Det er imidlertid liten forskjell mellom landene innenfor alle de tre ulike verdiene (median, øvre kvartil og nedre kvartil). Det synes å være en svakt fallende tendens i overskuddsprosenten i svenske foretak og relativ stabilitet i norske. I perioden 1990–1992 faller overskuddsprosenten i den beste firedelen (øvre kvartil) av svenske foretak fra 9,1 til 7,6 prosent, mot fra 9,3 til 8,6 prosent i tilsvarende norske foretak. For de dårligste norske foretakene (nedre kvartil) er også overskuddsprosenten positiv i alle tre årene, mens den er negativ for de svenske foretakene i 1991 og 1992.

Figur 6.3 viser arbeidskraftkostnadene i prosent av driftsinntekter. Arbeidskraftkostnadene utgjør vanligvis en vesentlig kostnad i de fleste foretak og kan til en viss grad være et mål på hvor arbeidsintensivt et foretak er. Målet vil da vise hvor følsomt foretaket er for lønnsøkninger og endringer i arbeidsgiveravgifter. Det er imidlertid vanskelig å bruke arbeidskraftkostnadene som et mål på effektivitet i produksjonen.² Tallene i figur 6.3 kan tyde på at arbeidskraftkostnadene ligger noe høyere i norske foretak enn i svenske foretak. Forskjellene er imidlertid små og tallene usikre. De store forskjellene finner en i første rekke mellom sterke og svake foretak innen hvert enkelt land. Her er det en forskjell på om lag 20 prosentpoeng i begge land.

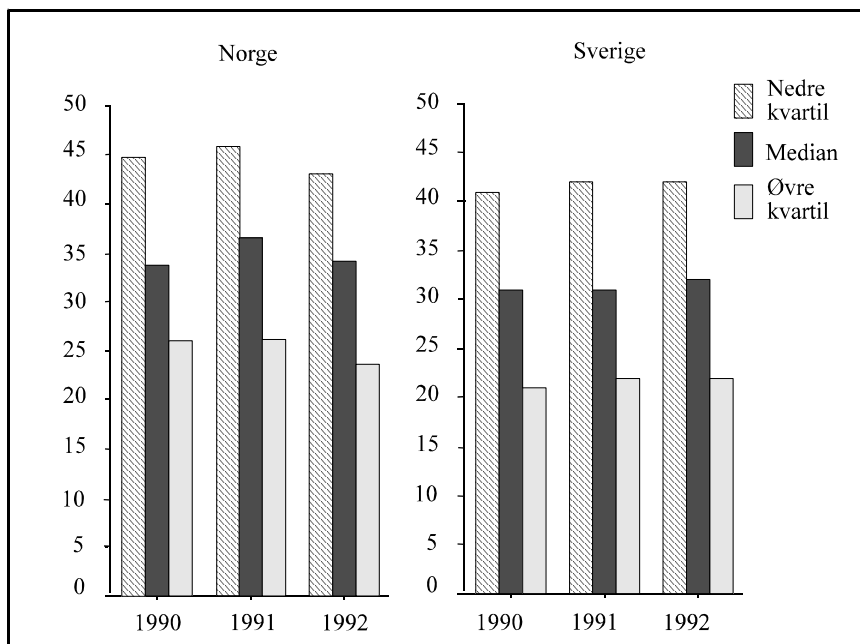
² En direkte sammenlikning mellom foretak er bare meningsfull dersom produksjonen er identisk med hensyn til foredlingsgrad og kapital. Dernest påvirkes målet av om foretaket produserer for lager (overvurderes), eller om salget skjer fra lager (undervurderes). For de svenske foretakene er dessuten arbeidskraftkostnadene sjablonmessig beregnet når det gjelder ATP-avgifter, pensjoner og andre indirekte lønnskostnader.

Figur 6.2 Overskuddsprosent i norsk og svensk industri 1990–1992. Foretak med 20–49 ansatte (%)



Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk, Statistiska Centralbyrån Finansstatistik

Figur 6.3 Arbeidskraftkostnader i prosent av driftsinntekter i norsk og svensk industri 1990–1992. Foretak med 20–49 ansatte (%)



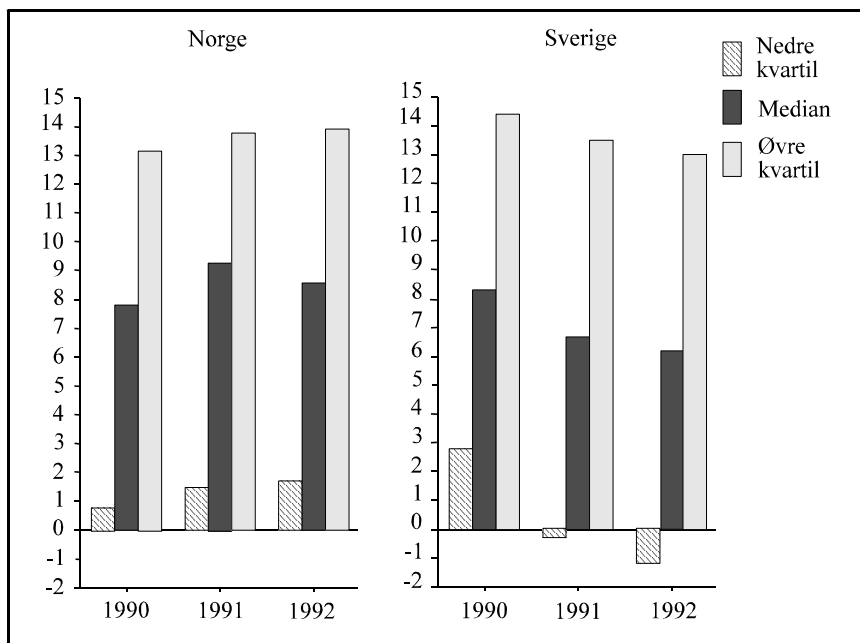
Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk, Statistiska Centralbyrån Finansstatistik

6.4 Avkastningsstruktur

I kapittel 5 har vi vist at totalrentabiliteten i småforetak med 0–49 ansatte avtar med størrelsen, og at den er høyere i personlige foretak enn i aksjeselskap. Den høye avkastningen på totalkapitalen i de minste småforetakene skyldes hovedsakelig at disse har et høyt driftsresultat og lave lønnskostnader samt en liten bokført kapital i forhold til omsetningen. Mellom de noe større småforetakene (med over 5 millioner kroner i driftsinntekter) og foretak med over 50 ansatte, er det relativt små forskjeller i totalrentabiliteten. I denne delen sammenlikner vi rentabiliteten i norske og svenske industriforetak med 20–49 ansatte.

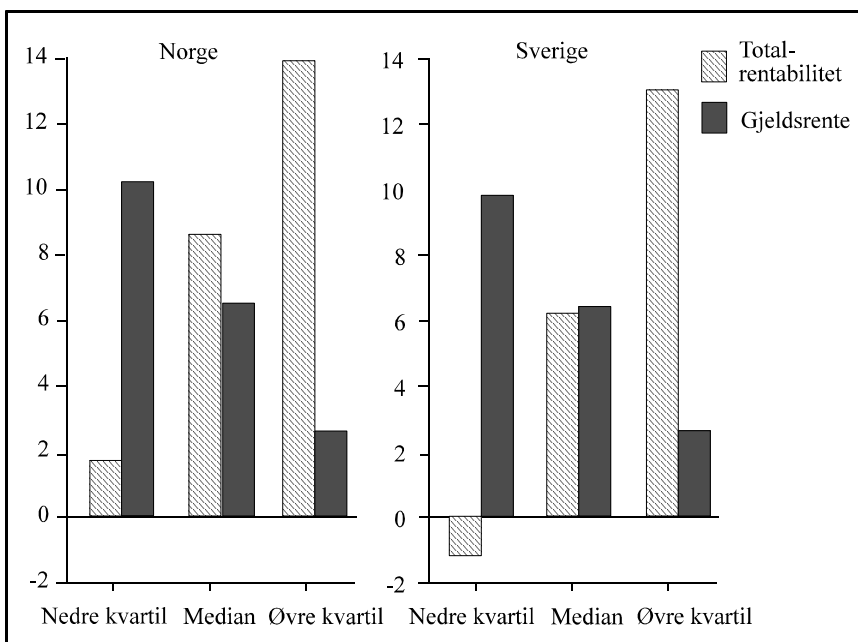
Figur 6.4 viser avkastningen på totalkapitalen i perioden 1990–1992. Av figuren framgår det at det er liten eller ingen forskjell på totalrentabiliteten i norske og svenske småforetak i disse tre årene. Også her er det variasjonen mellom sterke og svake foretak innenfor det enkelte land som er mest merkbar. Det er imidlertid langt mindre spredning i totalrentabiliteten innenfor gruppen norske og svenske foretak med 20–49 ansatte, enn det er i gruppen norske industriforetak med 0–49 ansatte (jf. figur 5.6). Selv om tallene er usikre og perioden kort, synes det å ha vært en svakt fallende lønnsomhet i svenske småforetak i dette tidsrommet. Både i 1991 og i 1992 er totalrentabiliteten negativ for de svenske foretakene i nedre kvartil.

Figur 6.4 Totalrentabilitet i norsk og svensk industri 1990–1992. Foretak med 20–49 ansatte (%)



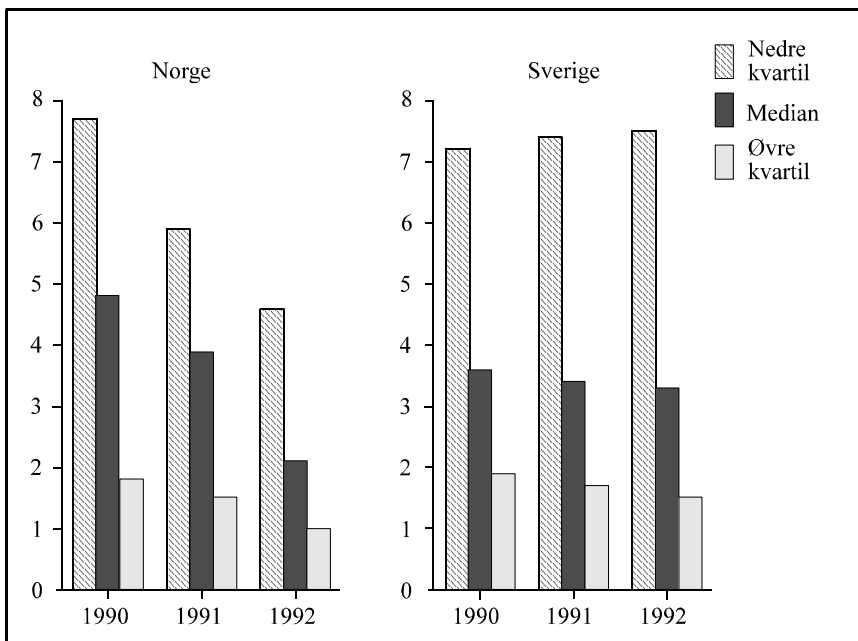
Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk, Statistiska Centralbyrån Finansstatistik

Figur 6.5 Totalrentabilitet og gjennomsnittlig gjeldsrente i norsk og svensk industri 1992. Foretak med 20–49 ansatte (%)



Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk, Statistiska Centralbyrån Finansstatistik

Figur 6.6 Gjeldsgraden i norsk og svensk industri 1990–1992. Foretak med 20–49 ansatte (%)



Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk, Statistiska Centralbyrån Finansstatistik

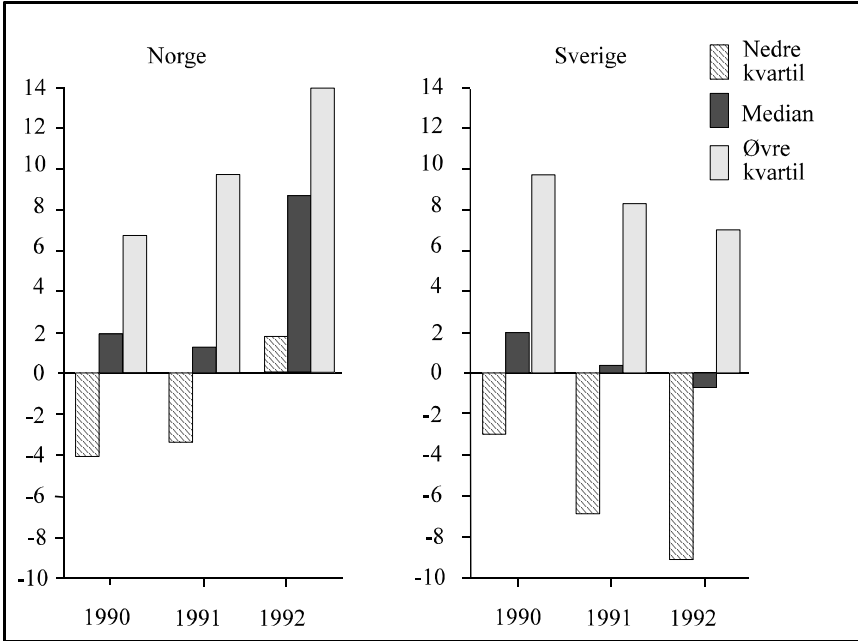
At de svakeste foretakene i begge land sliter med dårlig lønnsomhet, går klart fram av figur 6.5, som viser totalrentabilitet og gjennomsnittlig gjeldsrente for norske og svenske småforetak i 1992. For at et foretak skal overleve på sikt, må avkastningen overstige den gjennomsnittlige gjeldsrenten med god margin. Gjeldsrenten viser den nedgangen i avkastning eller oppgangen i rentebelastning et foretak kan klare uten å tape på lånefinansiering. Av figur 6.5 ser vi at det i 1992 kun er den beste firedelen av foretakene som har en totalrentabilitet som ligger godt over gjennomsnittlig gjeldsrente. Situasjonen er den samme for de to foregående årene, 1990 og 1991. Dersom denne situasjonen vedvarer, medfører det at mange av de små industriforetakene i Norge og Sverige kan få problemer med å overleve i årene som kommer.

Figur 6.6 (se forrige side) viser gjeldsgraden i små industriforetak i Norge og Sverige i årene 1990–1992. Gjeldsgraden viser forholdet mellom gjeld og egenkapital. Dersom gjeldsgraden er høy samtidig som risikobufferen (avkastning på totalkapital minus gjennomsnittlig gjeldsrente) er lav, er foretaket i faresonen. Av figur 6.6 og 6.7 ser vi at det nettopp er tilfellet for de svakeste små foretakene både i Sverige og i Norge. Særlig de dårligste svenske foretakene (nedre kvartil) synes å være utsatte. Mens gjeldsgraden har vært stabilt høy i tidsrommet 1990–1992, har risikobufferen vist en negativ utvikling. For de dårligste norske foretakene ser situasjonen noe lysere ut, idet gjeldsgraden har sunket fra 7,7 til 4,6 prosent og risikobufferen har økt fra –4 til i underkant av 2 prosent i perioden 1990–1992. Men i begge land er det bare den beste firedelen av foretakene som er i en betryggende situasjon.

De tallene som er drøftet til nå, er avgjørende for foretakets avkastning på egenkapitalen. Avkastningen på egenkapitalen er et samlet mål på hvordan foretaket har lyktes i løpet av året. Egenkapitalrentabiliteten beror dels på effektiviteten i produksjonen, målt ved totalrentabiliteten, og dels på hvordan produksjonen er finansiert. Dersom foretaket forrenter totalkapitalen høyere enn det långiverne krever i gjennomsnittlig rente, vil gjeldsfinansiering være gunstig. Jo større gjelden er i forhold til egenkapitalen, desto større blir fortjenesten av finansieringen. En høy gjeldsgrad er derfor fordelaktig dersom foretaket har en stabil avkastning på totalkapitalen over tid og samtidig en tilfredsstillende risikobuffer (Nyckeltalshandbok, SCB:8).

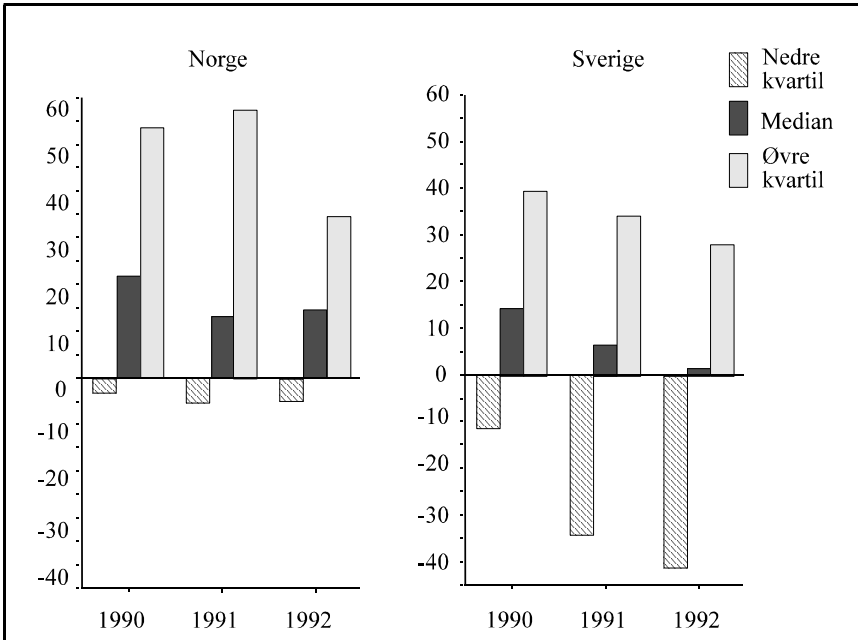
Av figur 6.8 framgår det at avkastningen på egenkapital generelt er høyere i norsk enn svensk industri for alle grupper i perioden 1990–1992. Egenkapitalrentabiliteten varierer imidlertid kraftig mellom foretak i nedre og øvre kvartil i begge land. De beste foretakene har en god avkastning på egenkapitalen både i Norge og i Sverige, særlig er det tilfellet for de norske foretakene i 1990 og 1991. Blant de dårligste foretakene er det særlig de svenske som har lav og sviktende lønnsomhet i denne perioden. Avkastningen er negativ blant foretakene i nedre kvartil i begge land, men blant de svenske foretakene faller egenkapitalrentabiliteten fra –11,4 til –41

Figur 6.7 Risikobuffer i norsk og svensk industri 1990–1992. Foretak med 20–49 ansatte (%).



Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk, Statistiska Centralbyrån Finansstatistik

Figur 6.8 Avkastning på egenkapital i norsk og svensk industri 1990–1992. Foretak med 20–49 ansatte (%).



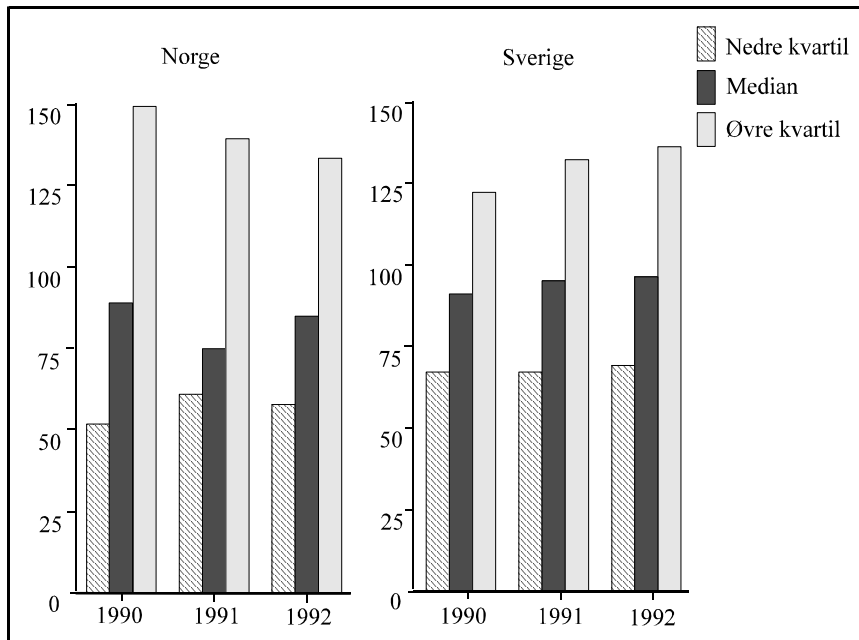
Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk, Statistiska Centralbyrån Finansstatistik

prosent i de tre årene. Siden avkastningen på egenkapitalen kan svinge sterkt fra år til år, er det vanskelig å vite hvor mye vekt en skal tillegge tall for et så kort tidsrom som 1990–1992. Det kan være spesielle og/eller tidsbestemte forhold, for eksempel ulikheter i konjunkturforløp, som spiller inn. Men dersom bildet er noenlunde riktig, innebærer det at de svenske foretakene i nedre kvartil er særdeles utsatt. Som nevnt i kapittel 5.7.2 vil foretak som ikke greier å dekke sine finanskostnader, ha små sjanser til å overleve på noe sikt.

6.5 Likviditet og soliditet

Av analysene i kapittel 5 (jf. figur 5.15) framgår det at små industriforetak generelt har meget lav soliditet, langt svakere enn store industriforetak i perioden 1987–1992. Særlig er det tilfellet for de aller minste foretakene med under 5 millioner kroner i driftsinntekter. Denne gruppen har en negativ egenkapitalandel i perioden 1989–1992. For småforetak med over 5 millioner i driftsinntekter er egenkapitalandelen høyere, men heller ikke tilfredsstillende ut fra de kriteriene Boye og Kinserdal (1992) opererer med. Den bedringen i soliditeten for småforetak som en finner fra 1991 til 1992, har delvis sammenheng med at de betingede skattefrie avsetningene er ført

Figur 6.9 Kassalikviditet i norsk og svensk industri 1990–1992. Foretak med 20–49 ansatte (%)



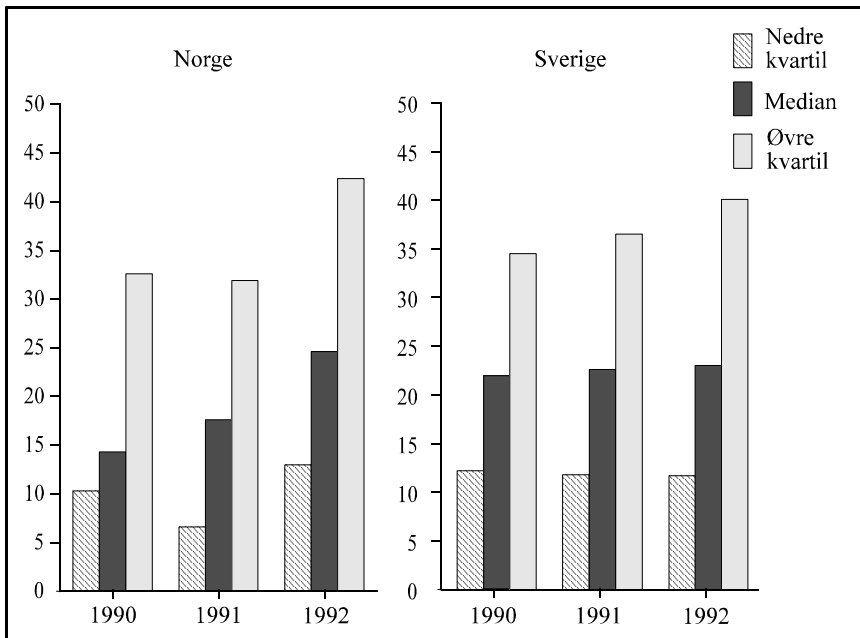
Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk, Statistiska Centralbyrån Finansstatistik

som egenkapital. Som det framgår av neste avsnitt, er også likviditeten utilfredsstillende i småforetakene.

Figur 6.9 viser kassalikviditeten (omløpsmidler minus varelager i prosent av kortsiktig gjeld) i norske og svenske småforetak i perioden 1990–1992. Når kassalikviditeten er 100 prosent, innebærer det at den kortsiktige gjelden kan betales omgående, forutsatt at omløpsmidlene direkte kan omsettes i kontanter. Likviditeten er dermed et mål på foretakets evne til å betale gjeld. Målet er imidlertid problematisk av to grunner: For det første måles likviditetsgraden bare på balansetidspunktet og gir dermed begrenset informasjon om foretakets løpende betalingsdyktighet. Dernest kan omløpsmidlene og gjelden være ulikt likvide. Dersom foretakets gjeld forfaller innen en måned, mens foretaket har store kundefordringer som først innbetales etter to måneder, vil foretaket ha likviditetsproblemer selv om kassalikviditeten er tilfredsstillende. Målet må dersom tolkes med varsomhet (Nyckeltalshandbok SCB, NOS Regnskapsstatistikk 1992:15).

Kassalikviditeten for foretakene i øvre kvartil ser tilfredsstillende ut i begge land, jf. figur 6.9. Betalingsevnen for de norske foretakene i denne gruppen er noe svekket i perioden, mens de svenske foretakene i samme gruppe har bedret sin evne til å betale gjeld i samme tidsrom. For de svakesteforetakene i nedre kvartil er likviditeten ikke betryggende. Den ligger på mellom 50 og 60 prosent i Norge og i underkant av 70 prosent i

Figur 6.10 Egenkapitalandeler i norsk og svensk industri 1990–1992. Foretak med 20–49 ansatte (%)



Kilde: FAFOs regnskapsstatistikk, Statistiska Centralbyrån Finansstatistik

Sverige i årene 1990–1992. For de fleste foretak vil manglende betalings-
evne over tid svekke foretakenes muligheter til å overleve.

Soliditeten er heller ikke spesielt god i de svakeste småforetakene i peri-
oden 1990–1992. Som det framgår av figur 6.10, ligger egenkapitalandelen
på rundt 10 prosent for foretakene i nedre kvartil i begge land. I 1991 var
den kun 6,6 prosent i de norske småforetakene. Det innebærer at en fire-
del av så vel de norske som de svenske foretakene har liten evne til å tåle
tilbakeslag og tap eller til å foreta nye satsinger. Lav soliditet vil også på-
virke foretakenes kredittverdighet. Foretak med lav egenkapitalandel og
dårlig likviditet, og som i tillegg ikke er særlig lønnsomme, vil møte kreditt-
restriksjoner på grunn av frykt fra långivere for tap på eventuelle låne-
engasjement. For de beste foretakene (øvre kvartil) er soliditeten tilfreds-
stillende, og for rundt halvparten av foretakene (over median) er den
akseptabel. I de svenske foretakene ligger egenkapitalandelen på rundt 23
prosent over perioden, mens de norske har hatt en positiv utvikling fra om
lag 14 til nærmere 25 prosent i tidsrommet 1990–1992.

I kapittel 5 (figur 5.6) ser vi at variasjonen i lønnsomheten målt ved total-
rentabiliteten er mye større blant norske foretak med 0–49 ansatte enn blant
både norske og svenske foretak med 20–49 ansatte (figur 6.4). En finner
det samme mønsteret når det gjelder soliditet. Spredningen i materialet er
mye større i gruppen som omfatter de minste foretakene (figur 5.12), enn
i gruppen som inneholder kun de største småforetakene (figur 6.10). Blant
norske småforetak med 20–49 ansatte varierer egenkapitalandelen i peri-
oden 1990–1992 fra i underkant av 10 prosent i nedre kvartil til i overkant
av 40 prosent i øvre kvartil. I gruppen med 0–49 ansatte varierer egenka-
pitalen fra –15 prosent i nedre kvartil til rundt 45 prosent i øvre kvartil i
samme tidsrom.

6.6 Oppsummering

I dette kapitlet har vi sammenliknet lønnsomhet, soliditet og likviditet blant
små industriforetak (20–49 ansatte) i Norge og Sverige i perioden 1990–
1992. De utvalgte nøkkeltallene er presentert i form av median og kvarti-
ler. Det er en rekke metodiske problemer forbundet med å sammenlikne
foretak på tvers av land. I sammenlikningen har vi som nevnt ikke tatt
hensyn til skattemessige forhold i de to landene og heller ikke til mulige
forskjeller i regnskapsstandarder og regnskapspraksis. Det norske data-
materialet omfatter dessuten langt færre foretak enn det svenske slik at
usikkerheten knyttet til resultatene vil være klart større for norske foretak
enn for svenske. Ulikheter i den makroøkonomiske utviklingen i de to lan-
dene i perioden 1990–1992 er heller ikke problematisert. Alt dette tilsier
at en må være varsom når en fortolker resultatene.

Med dette som utgangspunkt tyder de fleste nøkkeltallene på at det ikke er spesielt store forskjeller i lønnsomhet og soliditet mellom norske og svenske små industriforetak med 20–49 ansatte i perioden 1990–1992. Det er noe variasjon i materialet, men forskjellene er relativt små og i mange tilfeller neppe signifikante. Tallene viser at forskjellene ikke går mellom land, men mellom sterke og svake foretak innenfor det enkelte land. Det er for eksempel liten variasjon i lønnsomhet og soliditet mellom henholdsvis svake og sterke foretak (øvre og nedre kvartil) i Norge og Sverige, men relativt store forskjeller mellom sterke og svake foretak i de respektive landene. Analysen viser at en relativt stor andel småforetak i begge land står utsatt til. Avkastningen er lav, gjeldsbelastningen stor, betalingsevnen liten og soliditeten svak.

Kapittel 7

Hvordan smått blir godt

7.1 Innledning

Små og mellomstore foretak er viktige for sysselsettingen, og de kan spille en sentral rolle for industriell fornyelse. Nyetableringer og nedleggelse bidrar til nødvendige omstillinger i næringslivet, noe som igjen legger grunnlaget for ny vekst. De fleste nyetableringer er og forblir små, men de kan være viktige i kraft av sitt store antall. De få nyetableringene og småforetakene som har utviklingspotensial og vekstambisjoner, kan derimot bety mye for innovasjon og vekstkraft i økonomien. Det er derfor en hovedutfordring å utvikle finansieringsordninger som kan understøtte en slik innovasjonsprosess.

I spørsmål om finansiering av småforetak er det særlig tre forhold som må problematiseres – kapitalmarkedets virkemåte, småforetakenes resultater og bruken av mål som lønnsomhet og soliditet. Det siste er av mer teknisk karakter, mens de to første forholdene er av substansiell art. Småforetakenes muligheter til å etablere seg, vokse og bli lønnsomme er avhengige av foretaksinterne forhold og av forhold i kapitalmarkedene. Det antas at imperfeksjoner i kapitalmarkedene gjør det både vanskelig og kostbart for nyetableringer og småforetak å finansiere investeringer med ekstern kapital. Samtidig fører lav lønnsomhet, særlig i startfasen, til problemer med å bygge opp overskudd til å foreta nye satsinger. Svak soliditet gjør også at småforetakene står utsatt til og har liten evne til å tåle tilbakeslag.

Det kan være problematisk å finne gode mål for lønnsomhet i småforetak. Særlig er dette tilfellet for de minste småforetakene og for personlige foretak. Dersom ikke regnskapstallene viser den virkelige situasjonen for foretakene, vil avkastningsmål som totalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet heller ikke gi et dekkende bilde av lønnsomheten i små foretak. Det samme kan være tilfellet for egenkapitalsituasjonen. For å kunne beskrive den økonomiske situasjonen i foretak på en tilfredsstillende måte kan det derfor være nødvendig å utvikle økonomiske indikatorer og resultatmål også på grunnlag av andre data enn regnskapstall.

7.2 Oppsummering av hovedfunn

Rapporten er inndelt i tre hoveddeler. I første del drøftes småforetakenes betydning for industriell fornyelse og sysselsetting, det vil si nyetableringer og innovasjon (Kapittel 2). I del to behandles kapitalmarkedsteori, spørsmål om finansiering av foretak og finansieringsproblemer (kapittel 3 og 4). I del tre analyseres lønnsomhet og soliditet med fokus på avkastning og kapitalstruktur i små versus store industriforetak, og i norske småforetak versus svenske småforetak (kapittel 5 og 6).

Småforetak

En rekke studier viser at småforetak står for en stor og voksende andel av produksjonen i alle industriland, særlig innenfor servicenæringene. I flere av studiene fremheves det også at småforetak spiller en viktig rolle for sysselsetting og innovasjon i næringslivet. Småforetak er imidlertid en meget sammensatt gruppe som omfatter alt fra levebrødsforetak med ett enkelt produkt til avanserte høyteknologiske foretak med et diversifisert produktspekter. Foretakene i FAFOs utvalg omfatter industriforetak i ulike bransjer med under 50 ansatte. Hovedtyngden av foretakene har færre enn 5 ansatte og under 5 millioner kroner i driftsinntekter. Flertallet av foretakene har også lite utviklede styringsverktøy i form av virksomhets- eller langtidspaner, og ledernes tidsbruk går i hovedsak til kundekontakt og produktutvikling, mens lite tid brukes til økonomistyring og markedsføring.

Småforetakenes betydning for vekst og sysselsetting er avhengig av deres evne til overlevelse og vekst. I Norge var det en sterk vekst i antall nyetableringer i industrien i perioden 1980–1988, og en markert tilbakegang i tidsrommet 1988–1991. I perioden 1980–1990 forsvant om lag 90 000 årsverk i industrien, mens nyetableringene i den samme perioden utgjorde i overkant av 46 000 årsverk ved utgangen av 1990. Reduksjonen i sysselsettingen i norsk industri skyldes frafall av mellomstore og store bedrifter. Innen industrien har det dermed vært en klar vridning over mot små bedrifter. I 1992 utgjorde bedrifter med under 50 ansatte om lag 90 prosent av bedriftsmassen, 35 prosent av sysselsettingen og i overkant av 30 prosent av bearbeidingsverdien og bruttoproduksjonsverdien i industrien.

Om lag halvparten av de nyetablerte foretakene avvikles de første 5–6 årene, og de fleste småforetak som etableres, forblir små. Noen få foretak svarer for hovedtyngden av sysselsettingsveksten. Den gjennomsnittlige sysselsettingen for norske industribedrifter etablert i tidsrommet 1980–1990 var 5 årsverk ved utgangen av 1990. Blant de viktigste hindringene for vekst nevnes begrenset produksjonskapasitet, små lokale og regionale markeder, manglende vekstincitament hos eieren, krav til spesialisering i større organisasjoner, manglende lederkompetanse og svak kapitalstruktur.

Kapitalmarkedet og finansiering av foretak

Kapitalmarkedenes viktigste funksjoner er å tilføre foretakene kapital i form av egenkapital og lånekapital, spre og fordele risiko blant økonomiske aktører, gi signaler til ledelsen i investeringsbeslutninger og utøve kontroll over kapitalen gjennom finansiell markedsdisiplin og ved utøvelse av eierrettigheter. I perfekte kapitalmarkeder vil investerings- og finansieringsbeslutninger være uavhengige av hverandre. Foretakenes verdi vil derfor ikke påvirkes av hvordan de finansierer sine investeringer. I praksis lar imidlertid ikke finansierings- og investeringsbeslutninger seg separere. Finansielle transaksjoner medfører alltid kostnader, og alle foretak har ikke like lett tilgang til kapitalmarkedene.

Imperfeksjoner i kapitalmarkedene fører til at kostnadene er høyere ved ekstern kapitaltilførsel enn ved tilbakeholdt overskudd. Full selvfinansiering kan redusere mange av kostnadene, men risikohensyn og likviditetskranker gjør at de fleste foretakene er avhengige av kapitaltilførsel fra kreditorer og eksterne investorer for å kunne foreta nødvendige investeringer. Finansieringskostnadene antas å være særlig tunge å bære for småforetak og for foretak i etableringsfasen, hvor lønnsomheten er dårlig og kredittverdigheten lav. Småforetak er derfor i tidlige faser ofte henvist til kortsiktige kreditter, lån med pant i egen formue og støtte fra familie og venner for å finansiere sin virksomhet.

Ut fra kapitalmarkedsteorien kan en forvente at småforetak i større grad enn store foretak vil finansiere seg langsiktig ved hjelp av tilbakeholdt overskudd. På grunn av kredittmarkedsrestriksjoner forventes det også at nyetablerte foretak vil ha problemer med å få langsiktige lån, og at de derfor vil ha en relativt høy andel kortsiktig gjeld. I en utviklings- og startfase vil også lønnsomheten være relativt lav slik at det vil være vanskelig å bygge opp en tilfredsstillende egenkapital. En stor andel kortsiktig gjeld antas å føre til høye finanskostnader i forhold til driftsinntektene og til høy gjeldsrente.

Vår analyse avdekker i hovedtrekk det samme finansieringsmønsteret for både store og små industriforetak. Tilbakeholdt overskudd utgjør foretakenes viktigste kilde til finansiering av investeringer. Deretter følger langsiktige lån, mens egenkapital tilført utenfra spiller en ubetydelig rolle i foretakenes finansiering. Selvfinansieringsgraden er imidlertid mye høyere i små foretak enn i store. Fra begynnelsen av 1980-tallet til begynnelsen av 1990-tallet var selvfinansieringsgraden over 90 prosent i industriforetak med under 50 ansatte, mot vel 60 prosent i industriforetak med over 50 ansatte.

Det synes å være liten variasjon i finansieringsmønsteret mellom småforetakene etter ulike kjennetegn. Offentlige finansieringsordninger benyttes imidlertid mest av foretak i Nord-Norge og av de største småforetakene (20–49 ansatte). Svært få av de minste foretakene (0–5 ansatte) benytter offentlige låne- og tilskuddsordninger. Dette kan skyldes at de minste fore-

takene mangler ressurser til å gjøre seg kjent med og søke om offentlig finansiering (informasjonsproblem), eller det kan skyldes risikovegring hos de offentlige institusjonene for låne- og egenkapital (seleksjonsproblem).

To tredeler av foretakene i vårt utvalg som har investert i perioden 1990–1992, rapporterer at de ikke har hatt noen problemer med å finansiere sine investeringer. Dette kan skyldes at investeringene har vært lite kapitalkrevende, at foretakene har hatt tilgang på billig kapital, eller at mange har unnlatt å investere på grunn av kapitalmangel. Resultatene indikerer heller ingen forskjeller mellom foretak etter kjennetegn som størrelse, landsdel, eierform eller etableringsår når det gjelder finansieringsproblemer. Mangel på egenkapital, lav lønnsomhet og usikre markedsutsikter trekkes fram som de viktigste årsakene blant de foretakene som har finansieringsproblemer. Analysen viser også at foretak med finansieringsproblemer har lav soliditet og mye kortsiktig gjeld.

Lønnsomhet og soliditet i store og små industriforetak

Analyser av regnskapsdata i kapittel 5 viser at småforetak på driftssiden er på høyde med store foretak når det gjelder lønnsomhet. Småforetakene har imidlertid lavere finansinntekter, og dette medfører at resultatet før ekstraordinære poster blir mye svakere i småforetak enn i store foretak, målt i forhold til driftsinntektene.

Mål som totalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet indikerer at større småforetak har minst like god eller bedre lønnsomhet enn store foretak til tross for dårligere resultat før ekstraordinære poster. Dette har sammenheng med at småforetakene har mindre kapital i forhold til driftsinntektene, slik at kapitalens omløpshastighet er høyere enn i store foretak. Generelt var totalrentabiliteten i norsk industri i perioden 1987–1992 lavere enn avkastningen på statsobligasjoner når det korrigeres for driftsrisiko.

Svak lønnsomhet gjør det vanskelig å bygge opp egenkapitalen ved hjelp av tilbakeholdt overskudd. Småforetakene har da også mye lavere egenkapitalandel og betydelig høyere andel kortsiktig gjeld enn store foretak. Lite egenkapital kan føre til at småforetakene får problemer med langsiktig lånefinansiering, og at en stor del av driftsresultatet går med til å dekke finansieringskostnadene. Dette fører i neste omgang til at lite midler kan tilføres egenkapitalen, og at foretakene må søke om ytterligere lån for å sikre driften og finansiere nye investeringer. Småforetakene synes dermed å være fanget i en «ond sirkel».

Selv om låneandelen er høyere, har større småforetak (foretak med over 5 millioner i driftsinntekter) lavere finanskostnader som andel av driftsinntektene enn store foretak (foretak med over 50 ansatte). Den gjennomsnittlige gjeldsrenten er derimot på omtrent samme nivå i begge gruppene. Dette kan for det første ha sammenheng med at småforetak generelt låner mindre i forhold til driftsinntektene enn store foretak. For det andre kan gjeldsrenten være påvirket av at lån har forskjellig løpetid. Med lang løpetid vil lån som har gunstige vilkår på kontrakttidspunktet, kunne være

med på å redusere gjennomsnittsrenten i senere perioder med høyere lånerente. En tredje forklaring kan være at de største småforetakene har særlig god tilgang på billig kapital gjennom offentlige låne- og tilskuddsordninger (jf. kapittel 4). En eventuell høy rente på kortsiktig gjeld motsvares da muligens av subsidiert rente på langsiktig gjeld. I de aller minste småforetakene (foretak med inntil 5 millioner kroner i driftsinntekter) er, som forventet, finanskostnadene som andel av driftsinntektene og den gjennomsnittlige gjeldsrenten høyere enn i større foretak. Slike foretak mottar også i liten grad lån eller tilskudd fra offentlige finansieringsordninger som Distriktenes utbyggingsfond eller Industribanken.

Analysen i kapittel 6 tyder på at det ikke er spesielt store forskjeller i lønnsomhet og soliditet mellom norske og svenske småforetak med 20–49 ansatte i perioden 1990–1992. Det er noe variasjon i materialet, men forskjellene er relativt små og i mange tilfeller neppe signifikante. Tallene viser at forskjellene ikke går mellom land, men mellom sterke og svake foretak innenfor det enkelte land. Det er for eksempel liten variasjon i lønnsomhet og soliditet mellom henholdsvis svake og sterke foretak (øvre og nedre kvartil) i Norge og Sverige, men relativt store forskjeller mellom sterke og svake foretak i de respektive landene. Analysen viser at en relativt stor andel småforetak i begge land står utsatt til. Avkastningen er lav, gjeldsbelastningen stor, betalingsevnen liten og soliditeten svak.

7.3 Effektive kapitalmarkeder og bedre foretak

Småforetakene veier tungt i økonomien i de fleste moderne industriland. Men hvor viktige er småforetakene for vekst, nyskaping og sysselsetting? Småforetakene sliter også med lønnsomhets- og soliditetsproblemer. Skyldes dette svakheter ved foretakene selv, og hvordan kan foretakene i tilfelle bli bedre? Eller skyldes det svikt i kapitalmarkedene, og finnes det i så fall mer effektive finansieringsordninger for småforetak?

Hvor viktige er småforetakene?

Vi har tidligere referert studier som viser at småforetak i de senere årene har fått økt betydning med hensyn til både sysselsetting og produksjon i de fleste velutviklede økonomier (Sengenberger m.fl. 1990, Storey 1994). Tendensen synes å være den samme i Norge. I privat sektor økte andelen sysselsatte i bedrifter med under 20 ansatte fra 40,6 prosent til 47,8 prosent i løpet av 1980-tallet (Boye og Kinserdal 1992). I industrien utgjør bedrifter med under 50 ansatte om lag 90 prosent av bedriftsmassen, og de står for om lag 35 prosent av sysselsettingen og noe over 30 prosent av bearbeidingsverdien og bruttoproduksjonsverdien i næringen (NOS Industristatistikk 1992).

Storey (1994) peker på ulike trender som kan trekke i retning av at småforetakene vil få økt betydning også i årene som kommer. For det første forsterkes utviklingen av overgangen fra vareproduserende til tjenesteytende næringer, hvor småforetak tradisjonelt er dominerende. Dernest vil en utvikling med fortsatt inntektsvekst føre til økt etterspørsel etter mer spesialiserte varer og tjenester, som lettere kan leveres av småforetak. Endelig kan økt etterspørsel etter fleksible arbeidsordninger – for eksempel «fjernarbeid», hvor ansatte arbeider hjemme eller på lokale arbeidsstasjoner – føre til en desentralisering av storforetak og vekst i antallet selvsyssele. Strukturelle eller konjunkturelle endringer, teknologiske skifter eller endringer i produkt- og arbeidsmarkedet, kan altså føre til fortsatt økt betydning for småforetak.

Selv om småforetakene veier tyngre i økonomien, trenger ikke det betyr at den beste måten å redusere arbeidsløsheten eller sikre økonomisk vekst og innovasjon på, er å satse mer på småforetak. Storey (1994) advarer mot å trekke denne typen forhastede slutninger. Småforetakene er ikke nødvendigvis en uavhengig motor i økonomien, men er svært ofte knyttet til storforetak som underleverandører. Det kan dessuten være slik at storforetakenes produktivitetsvekst går på bekostning av sysselsettingen, men utgjør den viktigste kilden til ny vekst i økonomien. Småforetakene antas også å ligge etter storforetakene når det gjelder innovasjon og innføring av ny teknologi (OECD 1993). En rekke studier, deriblant vår egen, viser også at småforetakene har problemer med vekst og overlevelse på grunn av lav lederkompetanse, dårlig lønnsomhet og svak kapitalstruktur. Alt dette er forhold som reduserer evnen til nyskaping og sysselsetting.

Bedre foretak

Småforetak er ofte svake på organisasjon og ledelse, og de har dårlig utviklede økonomiske styringsverktøy, strategier og forretningsplaner. For å få til lønnsom drift og for å kunne tiltrekke seg ekstern kapital til investeringer som gir grunnlag for nyskaping og økt sysselsetting, må småforetakene bli bedre på en rekke områder. I den videre drøftingen tar vi utgangspunkt i at småforetak er en heterogen masse, og at det er viktig å satse på foretak med vekst- og utviklingspotensial. Dernest fokuseres det på faktorer som fremmer vekst og nyskaping, og hvilke barrierer foretakene står overfor.

Småforetak skiller seg fra store foretak ved at de har begrensede ressurser i form av kapital og arbeidskraft, teknologi og markedsrett. De opererer ofte i usikre omgivelser og periodevis med høy forretningsmessig og finansiell risiko. Et lite foretak er ikke bare en forminskert utgave av et stort foretak; det har særegne trekk både på produkt- og markedsrett og på ledelses- og organisasjonssiden. Samtidig er småforetak en meget sammensatt gruppe foretak som omfatter alt fra rene levebrødsforetak til avanserte høyteknologiske foretak. Det kan være stor variasjon mellom småfore-

takene etter produktspekter og markedsprofil, organisasjons- og eierform, teknologibruk og lederstil. Antall ansatte eller omsetningens størrelse er ofte den eneste fellesnevneren for småforetakene (Vatne 1995).

Et annet fellestrekk er eierens/lederens dominerende stilling i småforetakene. Foretakets utvikling og vekst er langt på vei betinget av eierens/lederens evner og ressurser. Vatne (1995) refererer flere studier hvor entreprenørenes motivasjon og bakgrunn forklarer småforetaks vekst eller mangel på vekst. Fire hovedtyper kan skilles ut: Håndverksorienterte entreprenører er primært interessert i å utøve et håndverk på selvstendig og uavhengig basis. Denne typen foretak er og forblir små. Entreprenører som legger vekt på selvtutfoldelse og full kontroll, men er avhengige av å oppnå en «kritisk masse» av kapasitet og kunnskap, kan gi grunnlag for vekst. Slike foretak opplever moderat vekst i begynnelsen, men veksten flater gjerne ut, og antall ansatte overstiger sjelden 20. Entreprenører som oppfatter seg selv som profesjonelle ledere som ønsker å få organisasjonen til å fungere, er gjerne forbundet med foretak med jevn, men moderat vekst. Foretak med stort vekstpotensial ledes som oftest av entreprenører som vil tjene penger ved å utnytte innovasjoner av teknisk eller markedsmessig karakter.

Er en opptatt av nyskaping og sysselsetting, må søkelyset i første rekke vendes mot betingelser for nyetablering, overlevelse og vekst for innovative foretak med stort vekstpotensial. Det er denne typen foretak som kan bidra mest til nødvendige omstillinger i næringslivet, sikre størst verdiskaping og skape flest arbeidsplasser. Foretakets evne til vekst og nyskaping – til å lykkes – er avhengig av eksterne og interne faktorer. Til eksterne faktorer regnes generelle økonomisk-politiske rammevilkår, skatteregler, kapitalmarkedsregulering, finansieringsordninger og så videre. Dette behandles i neste avsnitt.

Blant interne faktorer som forklarer vekst i småforetak, kan en skille mellom kjennetegn ved entreprenøren, kjennetegn ved foretaket og kjennetegn ved foretakets strategi (Storey 1994). Eierens/lederens dominerende stilling i småforetak gjør at foretakets utvikling er sterkt avhengig av vedkommendes evner og ressurser. Blant de viktigste entreprenørfaktorene som forbindes med vekst, regnes motivasjon, utdanning, tidligere ledererfaring og åpenhet for å tillate flere eiere i foretaket. De viktigste foretaksrelaterte faktorene synes å være alder, bransje, sektor og lokalisering. Yngre foretak vokser hurtigst og det samme er tilfellet for aksjeselskap, uklart av hvilken grunn. Trekk ved foretakets strategi som genererer vekst, er vilje til å trekke inn flere eiere, evne til å identifisere nisjer, introduksjon av nye produkter og evne til å sette sammen lederteam og endre lederstil.

Når veksten uteblir eller småforetak mislykkes, kan det ofte tilbakeføres til svakheter i ledelse og organisasjon og mangel på økonomiske styrings-systemer i foretaket. En næringspolitikk med småforetaksperspektiv må derfor rette oppmerksomheten mot hvordan en kan stimulere utvikling av denne typen kompetanse. Her kan en tenke seg et bredt spekter av offent-

lige virkemidler som innovasjonsfremmende infrastrukturer, utviklings- og produksjonsmiljøer, teknologiparker og sentre for bedriftsrådgivning og konsulenttenester (OECD 1993). Småforetakene kan også støte på eksterne hindringer knyttet til finansiering og forhold i produkt- og arbeidsmarkedet. Problemene vil ofte variere med makroøkonomiske forhold. I oppgangstider vil gjerne begrensningene være knyttet til et stramt arbeidsmarked og kompetanseproblemer, mens det i nedgangstider vil være manglende etterspørsel og finansielle begrensninger som utgjør de største hindringene. Problemer i kapitalmarkedet er temaet for neste avsnitt.

Effektive kapitalmarkeder

Det er en utbredt antakelse at småforetak har problemer med å finansiere seg i det ordinære kapitalmarkedet. I dette avsnittet gjør vi først nærmere rede for hva teorien sier om tilbudssidesvikt i kapitalmarkedet. Deretter beskrives kapitalmarkedet for småforetak i Norge samt den forventede kapitaletterspørselen til disse foretakene. Til sist diskuteres det hva myndighetene kan gjøre for å bedre kapitaltilgangen til vekstforetak som rammes av kapitalrasjonering i markedet.

I tillegg til tilbudssidesvikt kan det være etterspørselssvikt i kapitalmarkedet, som for eksempel når småforetak ikke har god nok kunnskap om de finansieringsmulighetene som finnes (for en oversikt se for eksempel Storey 1994). Her konsentrerer vi oss om tilbudssidesvikt – skatt, transaksjonskostnader og informasjonskostnader – som medfører at foretakenes investeringsbeslutninger ikke kan sees uavhengig av deres finansieringsbeslutninger.

Rasjonering på tilbudssiden

Transaksjonskostnader oppstår i forbindelse med konkurs og ved emisjoner. Informasjonskostnadene skyldes at de som finansierer et prosjekt, har dårligere kunnskap om hvordan prosjektet faktisk kan forvente å utvikle seg, enn den som står for gjennomføringen. Långivere og andre eksterne kapitalinnskytere har mindre faktiske opplysninger om prosjektet enn eierne og ledelsen, og ledelsen har igjen bedre kunnskap enn eierne. Ufullstendig informasjon kan også skyldes «skjulte handlinger». Det vil si at lederen i en bedrift bedre enn eiere og investorer kjenner til hvor stor innsats som er nødvendig for å oppnå det best mulige resultatet.

I perfekte markeder uten skatt og transaksjonskostnader og med fullstendig informasjon, vil lånerenten og avkastningskravet til egenkapitalen øke med økt risiko. Men bare betalingsviljen er høy nok, vil det alltid finnes kapital til investeringer i lønnsomme prosjekter. Transaksjonskostnader og informasjonskostnader fører imidlertid til at ekstern egenkapital og lånekapital blir dyrere enn tilbakeholdt overskudd. Dersom det ikke genereres nok kapital i bedriftene, kan dette føre til at investeringsomfanget blir lavere enn det ville være uten slike kostnader. Ufullstendig informasjon kan

også føre til en rasjonering av kreditt i markedet (Stiglitz og Weiss 1981). Kapitalinnskyteren ønsker, i tillegg til dekning for vanlig risiko, kompensasjon for informasjonskostnaden. Foretakslederne kan imidlertid vurdere kapitalkostnadene som for høye i forhold til den forventede avkastningen, og dermed la være å realisere prosjektet. Dette kan særlig være tilfellet dersom ledelsen tror at prosjektet vil gi positiv avkastning. Ved mer usikre prosjekter hvor ledelsen har mye å vinne, men lite å tape, kan den gjerne akseptere strenge lånevilkår. Går prosjektet godt, kan foretaket betale høye finansieringskostnader, går det dårlig, er det banken som tar tapet. Dette kan føre til at kredittinstitusjoner tenderer til å gi lån til prosjekter med lav eller moderat risiko, noe som fører til en form for rasjonering i kredittmarkedet. De samme mekanismer gjør seg gjeldende både i låne- og i egenkapitalmarkedet. Kredittrasjonering kan føre til at lønnsomme prosjekter ikke oppnår finansiering. Ordninger med kredittrasjonering og statsregulert rente kan imidlertid også bidra til å redusere informasjonskostnadene i kredittmarkedet, fordi de fører til mer stabile relasjoner mellom banken og lånekunden (Andvig 1993).

Ifølge finansteorien kan høyrisikoprojekter dermed være vanskelige å finansiere ved hjelp av lånekapital eller gjennom nyemisjon av aksjer. Når låntakeren kan ta pant i fast eiendom eller kjenner bedriften over tid, kan dette redusere informasjonskostnadene og dermed barrierene for å få lån. Prosjekter som innebærer relativt store investeringer i human capital, og hvor det er lite realkapital å pantsette, vil derfor være særlig utsatt for kapitalmarkedsrestriksjoner. Dette gjelder framfor alt nyetableringer og investeringer som bygger på eller utvikler ny teknologi. Slike vekstforetak utgjør sannsynligvis en liten, men viktig del av småforetakene.

Kapitaltilbud

Dersom den som har kapital, også har kompetanse om den typen prosjekt som skal finansieres, vil informasjonskostnadene reduseres. Venture-kapital utgjør en form for «kompetent kapital» som vil være aktuell for finansiering av særlig risikofylte prosjekter uten noen særlig realkapital. Venturekapitalen kjennetegnes av at avkastningen tas ut i form av verdistigning heller enn løpende dividende, og at kapitalen trekkes ut når foretaket er gjennom en første vekstfase og har konsolidert seg. Storey (1994) refererer til engelske og amerikanske undersøkelser om venture-kapitalens betydning for investeringer. I England går mesteparten av venture-kapitalen til mellomstore, men raskt voksende bedrifter. I USA viser undersøkelser at egenkapitalen fra det «uformelle» markedet er tre til fem ganger større enn egenkapitalen gjennom venture-selskaper. Med «uformelt» marked menes direkte aksjekjøp uten at finansielle institusjoner fungerer som mellomledd ved transaksjonene. I Norge var det på 1980-tallet etablert et tjuetall venture-selskaper. I 1991 utgjorde disse selskaperens kapitalbase 1,8 milliarder kroner (Andvig 1993).

Statens nærings- og distriktsutbyggingsfond (SND) utgjør en form for offentlig venture-kapital som gir lån og tilskudd til næringsvirksomhet. Kapital kanaliseres til høyrisikoprojekter som ellers vil ha problemer med å finne finansiering. SNDs egenkapitaldivisjon ser det som sin oppgave å hjelpe foretak i en overgangsfase, fra etablering og fram til de kan få inn egenkapital over børs. SND er i dag den største enkeltaktøren i Norge for tilførsel av risikokapital til næringslivet.

Bankkrisen i siste halvdel av 80-tallet har trolig medført at det i en overgangsperiode ble vanskeligere for næringslivet å lånefinansiere investeringer. Dette kan imidlertid snarere ha forårsaket en generelt lavere investeringsvirksomhet enn en endret sammensetning av finansieringen. FAFOs regnskapsdatabase for småforetak med mindre enn 50 ansatte viser for eksempel ingen særlige endringer i sammensetningen av langsiktig og kortsiktig gjeld og egenkapital fra første til siste halvdel av perioden 1983–1992. Andvig (1993) viser imidlertid til at antallet konkurser (også i industrien) økte mot slutten av 80-tallet, og antyder at dette kan ha sammenheng med innstramningen i de finansielle markedene. Tilsvarende forklarer Boye og Kinserdal (1992) nedgangen i nyetableringer i tidsrommet 1988–1991 blant annet med vanskeligere tilgang til kreditt fra bankene.

Kapitaletterspørsel

Høyrisikoforetak antas å ha problemer med å finansiere seg i det ordinære kapitalmarkedet. Dette kan være relativt nyetablerte bedrifter og foretak som investerer i ny teknologi og der kapitalen i stor grad består av «know-how» og annen immateriell kapital. Ifølge Lotherington, Røed og Vareide (1988) utgjør teknologibaserte bedrifter bare en liten del av den totale nyetableringsvirksomheten i Norge. Etableringshyppigheten innenfor høyteknologiområdet har imidlertid økt i første halvdel av 80-tallet. Den gjennomsnittlige teknologibaserte bedriften synes å ha negativt resultat de første åtte årene og må ha en økende kapitaltilførsel de første seks årene samtidig som finansieringsbehovet utgjør mellom 40 og 60 prosent av bedriftenes omsetning. De bedriftene som derimot bruker alminnelig tilgjengelig teknologi, oppnår positive resultater på et tidligere tidspunkt og har vesentlig mindre behov for kapitaltilførsel.

Storey (1994) refererer en studie av småforetak (Moore 1994), som viser at de foretakene som har høyest sannsynlighet for å rapportere om finansielle barrierer, er mindre, unge industriforetak med lønnsomhet under gjennomsnittet. Undersøkelsen finner ikke empirisk belegg for at høyteknologivirksomhet har spesielt store finansieringsproblemer. Storey forklarer dette med at høyteknologiforetak har best tilgang på venturekapital. Han viser videre til at det er i denne gruppen foretak statlige virkemidler har vist seg å ha positiv betydning for veksten.

Nesten halvparten av småforetakene i FAFOs undersøkelse, som har investert i perioden 1990–1992, opplyser at de ikke har finansieringsproblemer. Som diskutert i kapittel 4 kan dette resultatet skyldes at investere-

ringene har vært lite kapitalkrevende, at foretakene har hatt tilgang på billig kapital, eller at mange har unnlatt å investere på grunn av kapitalmangel. Det er heller ikke grunn til å tro at levebrødsforetak har vanskeligheter med å skaffe seg ordinære banklån dersom eieren har en etablert bankforbindelse, har bolighus eller annen realkapital å pantsette og setter i gang med framstilling av et produkt med kjent markedspotensial.

Samfunnsøkonomisk lønnsomme prosjekter

En del risikofylte prosjekter kan ha positive eksterne effekter. Dette er gjerne investeringer som genererer ny kunnskap, og som kommer et industrielt miljø til gode. For samfunnet som helhet vil det dermed være av interesse at slike prosjekter blir gjennomført selv om den enkelte bedrift synes lønnsomheten er for lav. For å oppmuntre til denne typen investeringer kan en tenke seg ulike statlige støtteordninger for å redusere det privatøkonomiske avkastningskravet og eventuelle markedsimperfeksjoner slike prosjekter kan være utsatt for. Selv om foretaket tilføres kapital, for eksempel gjennom venture-fond, kan investeringen bli for lav i forhold til det som er samfunnsøkonomisk optimalt. Foruten tilgang på kapital som prises i forhold til prosjektets risiko, kan det derfor argumenteres for at foretaket bør tilføres kapital med et noe lavere privatøkonomisk avkastningskrav.

Avkastningskravet før skatt kan reduseres ved at skattesatsen er lavere ved investering i høyrisikoprosjekter, eller ved at det ytes et kontanttilskudd til finansiering. En generell utforming av reglene kan imidlertid medføre at det kanaliseres for mye kapital til ulønnsomme prosjekter. Foruten kapital er kompetanse og aktivt eierskap av betydning for å få gjennomført gode prosjekter. Aktivt eierskap fordrer gjerne nærhet mellom eier og prosjekt. Vatne (1995) refererer flere studier som viser til bedre resultater i foretak som får inn ekstern eierkapital og får utvidet ledelsen med flere personer. En måte å få til dette på kan være å lage ordninger som oppmuntrer til kjøp av aksjer i bedrifter nær investorenes hjemsted, det vil si en lokal AMS-ordning. Dagens AMS-ordning brukes hovedsakelig til investeringer i børsnoterte aksjer, mens det er kapitaltilgangen til småforetak som må bedres for å motvirke restriksjoner i kapitalmarkedene.

For å sikre nyskaping og sysselsetting bør slike ordninger primært komme høyrisikoprosjekter til gode. Det kan imidlertid være vanskelig for staten å vurdere hvilke prosjekter dette gjelder. SND kan her spille en sentral rolle både for å sikre at statlig risikokapital får en rasjonell anvendelse, og for å øke tilførselen av privat risikokapital til lønnsomme høyrisikoprosjekter. Det kan skje ved at SND i egenskap av profesjonell venturekapital garanterer for den faglige vurderingen av prosjektene. Dette kan sikre at staten subsidierer de samfunnsøkonomisk lønnsomme investeringene, samtidig som den faglige garantien fra SND gjør det lettere å få private investorer til å samfinansiere samfunnsøkonomisk lønnsomme prosjekter med god avkastning, men høy risiko.

Hva kan gjøres?

Oppsummerende kan en si at statlige tiltak for bedre kapitaltilgangen til småforetak må vurderes ut fra to hensyn: for det første at en relativt stor andel av småforetakene synes å være fanget i en «ond sirkel» med relativt mye kortsiktig gjeld og lite egenkapital; for det andre at det trolig bare er en liten del av småforetakene som vil være utsatt for rasjonering i kapitalmarkedet dersom denne sirkelen brytes.

Gunstige statlige låneordninger og skattemessig favorisert lånefinansiering før skattereformen i 1992 kan ha medført at småforetak har valgt gjeld framfor egenkapital. Nye rammevilkår kan så ha resultert i at mange småforetak er blitt fanget i en «gjeldsfelle» fordi høy gjeldsandel og medfølgende høye finansieringskostnader fører til at selv om driftsresultatet er tilfredsstillende, er det ikke stort nok til å generere egenkapital ved tilbakeholdt overskudd. Egenkapitalfinansiering er riktignok blitt mer lønnsomt enn på åttitallet, men det vil være vanskelig for foretakene å legge om finansieringsmåten så lenge tilgangen på ekstern egenkapital er mangelfull. For ikke-børsnoterte foretak finnes det ikke noe godt utbygd egenkapitalmarked. Unntaket er venture-selskapene, som investerer i høyrisikoforetak med høy forventet avkastning.

Staten kan ha en oppgave i sikre tilgangen på kompetent risikokapital til innovative småforetak. Dette kan være ønskelig fordi enkelte av de innovative investeringene trolig har eksterne virkninger for annen virksomhet.

Litteratur

- Acs, Z.J. (1992), «Small business Economics: A Global perspective.» *Challenge*. November-December
- Acs, Z.J. og D.B. Audretsch, red., (1990), *The Economics of Small Firms*. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers
- Andvig, J.C. (1993), *Norske innovasjoner og nyetableringer under deregulerte nasjonale og internasjonale finansmarkeder*. Oslo: Norsk utenrikspolitisk institutt
- Bergløf, E. (1988), *Ägarna och kontrollen över företaget – en jämförande studie över sex länders finansiella system*. SOU 1988:38, Bilaga 12
- Boye, K. og A. Kinserdal (1992), *Små og mellomstore bedrifter i Norge – en analyse av betydning, lønnsomhetsforhold og kapitalforhold. Utfordringer. Forslag til tiltak*. SNF-rapport 87/92. Stiftelsen for samfunns- og næringslivsforskning
- Braunerhjelm, P. og B. Carlsson (1993), «Entreprenörskap, småföretag och industriell förnyelse 1968–91.» *Ekonomisk debatt*, årg. 21, nr. 4, s.317–328. Stockholm
- Brock, W.A. og D.S. Evans (1986), *The Economics of Small Businesses. Their Role and Regulation in the U.S. Economy*. New York: Holmes and Meyer
- Bygrave, W.D. og J.A. Timmons (1986), «Venture capital's role in financing innovation for economic growth.» *Journal of Business venturing* 1:161–176
- Bygrave, W.D. og J.A. Timmons (1992), *Venture capital at the Crossroad*. Boston: Harvard business School Press
- Carlsen, F. (1991), «Kapitalmarkedet – også en bro mellom mikro og makro.» *Sosialøkonomen* nr. 11
- Carlsson, B. (1989), «The Evolution of Manufacturing Technology and Its impact on Industrial structure: An International Study.» *Small Business Economics* 1/89:21–37
- Carlsson, B. og E. Taymaz (1994), «Flexible Technology and Industrial structure in the U.S.» *Small Business Economics* 6/94:193–209
- Churchill, N.C. og V.L. Lewis (1983), «The five stages of small Business.» *Harvard Business Review* 3:30–50
- Collier, P. og C. Mayer (1989), «The Assessment: Financial Liberalization, Financial systems, and Financial Growth.» *Oxford Review of Economic policy*, Vol. 5, No. 4. Oxford University Press
- Copeland, T.E. og J.F. Weston (1988), *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison-Wesley Publishing Company
- Edwards, J. og K. Fischer (1993), *Banks, finance and investment in germany*. Centre for Economic Policy research. Cambridge University Press

- Eliasson, G. og T. Lindberg (1988), «Ågarrollen, innovatørene og fornyelsen av svensk industri». I: Örtengren, m.fl., *Expansion, avveckling och företagsvärdering i svensk industri – en studie av ägarformens och finansmarknadernas betydelse*. Stockholm: Almqvist & Wiksell International
- Eliasson, G. (1991), *Deregulation, Innovative Entry and Structural Diversity as a source of Stable and Rapid growth*. Særtrykk No. 276. Stockholm: Industriens Utredningsinstitut
- Eliasson, Gunnar (1991), *Modelling the Experimentally Organized Economy*. Særtrykk No. 306. Stockholm: Industriens Utredningsinstitut
- Flaa, J.E. (1995), *Spørreundersøkelse – Små og mellomstore industriforetak. Dokumentasjon og resultater*. FAFO-notat 847. Oslo: FAFO
- Golombek, R. (1991), *Lønnsomheten i norsk industri*. SNF-rapport nr. 28. Stiftelsen for samfunns- og næringslivsforskning
- Hagen, K.P. og A. Sandmo (1980), «Kapitalmarkeder og ressursallokering». I: NOU 1980:4 *Rentepolitikk*
- Hansen, E. (1993), «Finansiell strategi – tilpasset bedriftens ulike utviklingsfaser». I: *Praktisk økonomi og ledelse* nr. 1/92. Bedriftsøkonomen forlag
- Hammervoll, T. og P. Heum (1992), «Endring i selskapsstrukturer på 1970- og 1980-tallet». I: NOU 1992:26, *En nasjonal strategi for økt sysselsetting i 1990-årene*
- Hersoug, T. (1993), *Kapitalmarkedet. Teori, statistikk og norsk praksis*. Oslo: Ad Notam Gyldendal
- Innst. O. nr. 80 (1990-1991), *Innstilling fra finanskomiteen om skattereformen 1992*
- Jensen, M. C. og W. H. Meckling (1976), «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.» *Journal of Financial Economics*, 3:305–360.
- Johansen, F. (1994), *Investment and financial constraints. An empirical analysis of Norwegian firms*. Discussion Paper 109. Statistisk sentralbyrå
- Karlsen, H. (1992), «Utviklingen i DU-bedriftene i 1991. Trekk fra den foregående femårsperioden.» *Penger og Kredit* 3/92:187–193
- Kopecke, R. og E. Rosengren, red. (1989), *Are the Distinctions between debt and equity Disappearing?* Federal reserve Bank of Boston Conference
- Kinserdal, A. (1992), «Egenkapital- og lønnsomhetssituasjonen i norsk næringsliv». I: *Praktisk økonomi og ledelse* nr. 1/92. Bedriftsøkonomen forlag
- Kinserdal, A. (1994), *Finansregnskapet med analyse. Del 1 og 2*. 9. utgave. Oslo: Bedriftsøkonomen forlag
- Kristiansen, F. (1992), *Nyetableringer og nedlegginger i norsk industri. Årene 1977–1986*. Arbeidsnotat nr. 94/1992. Stiftelsen for samfunns- og næringslivsforskning

- Kvinge, T., O. Langeland og D. Stokland (1992), *Kampen om kapitalen. Investeringer og kapitalbevegelser i internasjonale markeder*. FAFO-rapport 138. Oslo FAFO
- Kvinge, T. og O. Langeland (1995), *Regnskapsstatistikk 1983–1992. Små industriforetak*. FAFO-rapport 179. Oslo: FAFO
- Landström, H. (1988), *Småföretagens försörjning med riskkapital – vägar i Europa at förstärka småföretagens egen kapital*. Stockholm: Statens Industriverk
- Lotherington, Roed og Vareide (1988), *Teknologibaserte nyetableringer. En studie av utviklingsforløpet til nyetablerte høyteknologibedrifter i Norge etter 1970*. Rapport nr. GRS 721. Gruppen for ressursstudier
- Lundström, A. m.fl. (1993), «De nya och små företagens roll i svensk ekonomi». I: *SOU 1993:16, Bilagedel 2. Stockholm*
- Mayer, C. (1988), «New Issues in Corporate Finance.» *European Economic review* 32: 1167-1189. North Holland
- Mayer, C. (1990), «Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development». I: Hubbard ,G. (red.), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*. Chicago: National Bureau of Economic research
- Milgrom, P og J. Roberts (1992), *Economics, Organization and management*. Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Modigliani, F. og M.H. Miller (1958), «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment.» *American Economic Review* 48, 261–297
- Myers, S og M. Majluf (1984), «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have.» *Journal of Financial Economics* 13:187–221
- Myers, S.C. (1984), «The Capital Structure puzzle.» *The Journal of Finance*, no. 39:575–592
- Myers, S. C. (1990), «Still Searching for an Optimal Capital Structure». I: Kopecke, R. og E. Rosengren (red.), *Are the Distinctions between debt and equity Disappearing?* Federal reserve Bank of Boston Conference
- Narayanan, M.P. (1985), «Debt versus Equity under Assymmetric information.» *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23:39–51
- Nilssen, T. (1994), *En ny finansstruktur for Norge? Noen prinsipielle betraktninger*. Norges Bank
- Nordisk Ministerråd (1993), *Riskapitalforsörjningen till små- och medelstora företag i Norden*. Nordiske Seminar- og arbeidsrapporter 1993:577. København
- Norwegian Petroleum Consultants A.S. (1989), *Bedriftsutvikling med venture kapital – norske erfaringer*. Bergen: NPC
- NOU 1992:26, *En nasjonal strategi for økt sysselsetting i 1990-årene*
- OECD (1993), *Small and Medium-sized Enterprises: Technology and Competitiveness*. Paris

- OECD (1994), *National Systems for Financing Innovation*. Paris: DSTI/STO/TIP (93)3/REV1
- Osland, O. (1991), *Små og mellomstore bedrifter i Norge – en strukturell analyse*. SNF-rapport 35/91. Stiftelsen for samfunns- og næringslivsforskning.
- Ruhnka, J.C. og J.E. Young (1987), «A venture capital model of the development process for new ventures.» *Journal of Business venturing* 2(2):167–184
- Ruhnka, J. og J.E. Young (1991), «A venture capital model of the development process for new ventures.» *Journal of Business venturing* 6:115–133
- Rynning, M. (1990), *Økonomisk utvikling i nyetablerte bedrifter*. Rapport nr. 127. Næringsøkonomisk institutt
- Sahlman, W.A. (1990), «The structure and governance of venture-capital organizations.» *Journal of Financial Economics* 27:473–521
- Sengenberger, W., G.W. Loveman og M.J. Piore (1990), *The re-emergence of small enterprises. Industrial restructuring in industrialised countries*. Geneva: International Institute for Labour studies
- SOU 1993:16, Bilagedel 2. Stockholm*
- Statistisk sentralbyrå (1982–1994), *NOS Industristatistikk 1980, 1981, 1982, 1983, 1984, 1985, 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992*
- Statistisk sentralbyrå (1982–1994), *NOS Regnskapsstatistikk 1980, 1981, 1982, 1983, 1984, 1985, 1986, 1987, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992*
- Statistisk sentralbyrå (1995), *Ukens statistikk 1/95*
- Statistiska Centralbyrån (1990-1992), *Finansstatistikk för företag 1990, 1991, 1992*
- Statistiska Centralbyrån, *Nyckeltalshandbok*
- Stiglitz, J.E. (1969), «A Re-Examination of the Miller-Modigliani Theorem.» *American Economic Review* nr. 59 s. 784–793
- Stiglitz, J. E. (1982), «Information and Capital Markets». I: Sharpe, E.F. og C.M Cootner, red., *Financial Economics: Essays in Honor of Paul Cootner*. New Jersey
- Stiglitz, J.E. (1988), «Why Financial Structure Matters.» *Journal of Economic Perspectives, Volume 2, nr. 4, 121-126*
- Stiglitz, J.E. and A. Weiss (1981), «Credit rationing in markets with imperfect information.» *American Economic Review* 71, 393-410
- Storey, D. J. og Johnson, S.(1987), *Are Small Firms the Answer to Unemployment?* Employment Institute. London: Twentieth Century Press
- Storey, D. J. (1994), *Understanding the Small business sector*. London: Routledge
- Stortingsmelding nr. 22 (1977-1978), *Små og mellomstore industribedrifter*

- Vatne, E. (1993), *Små og mellomstore foretak – et forskningstema?* Arbeidsnotat nr. 113/93. Stiftelsen for samfunns- og næringslivsforskning.
- Vatne, E. (1995), *Foretaksvekst i småforetakssektoren. Hvilke typer av småforetak innehar et vekstpotensiale? Et forprosjekt.* Arbeidsnotat nr. 6/95. Stiftelsen for samfunns- og næringslivsforskning
- Waage, S. J. m.fl. (1979), *Start og utvikling av småforetak i Norge.* Rapport nr. R-24, Institutt for Industriell Økonomi og organisasjon. Norges Tekniske høyskole
- Walker, D. A. (1989), «Financing the small firm.» *Small Business Economics* 1/89:285–296

Figur- og tabellregister

Figur 2.1 Foretak etter størrelse i FAFOs utvalg. N=525	20
Figur 2.2 Sysselsatte i industrien i grupper, etter bedriftsstørrelse. 1980 og 1992	25
Figur 2.3 Hovedtall for industribedrifter etter sysselsettingsgruppe. 1992	25
Figur 2.4 Nyetableringer i utvalgte næringer. I drift eller nedlagt ved utgangen av 1992	27
Figur 2.5 Nyetableringer i industrinæringen. I drift eller nedlagt ved utgangen av 1992	28
Figur 3.1 Netto finansiering av foretakenes realinvesteringer i fem OECD-land i perioden 1970–85 (%)	45
Figur 4.1 Finansierings- og utviklingsfaser*	51
Figur 4.2 Bruttoinvesteringer i industrien 1980–1992. Millioner kroner	55
Figur 4.3 Foretakenes finansieringskilder (%). N = 2994	59
Figur 4.4 Andel foretak som har benyttet offentlige låne- og tilskuddsordninger etter størrelse (%). N = 299	60
Figur 4.5 Andel foretak som har benyttet offentlige låne- og tilskuddsordninger etter landsdel (%). N = 297	61
Figur 4.6 Fordeling av bedrifter og offentlige låneengasjementer ⁵ (%)	62
Figur 4.7 Finansieringsproblemer og type investeringer (%) N = 299	63
Figur 4.8 Årsak til finansieringsproblemer (%) N = 226	64
Figur 5.1 Driftsresultat som andel av driftsinntekter i alle små foretak . Industri 1983–1992	75
Figur 5.2 Driftsresultat som andel av driftsinntekter i større småforetak og store foretak. Industri 1987–1992	75
Figur 5.3 Finanskostnader som andel av driftsinntekter i ulike foretaksgrupper. Industri 1987–1992	81
Figur 5.4 Finansielt resultat som andel av driftsinntekter i ulike foretaksgrupper. Industri 1987–1992	81
Figur 5.5 Resultat før ekstraordinære poster som andel av driftsinntekter i større småforetak og store foretak. Industri 1987–1992	83
Figur 5.6 Totalrentabilitet i småforetak. Industri 1983–1992	87
Figur 5.7 Totalrentabilitet i større småforetak og store foretak. Industri 1987–1992	87
Figur 5.8 Totalkapitalens omløpshastighet i større småforetak og store foretak. Industri 1987–1992	88
Figur 5.9 Egenkapitalrentabilitet i småforetak. Industri 1983–1992	89
Figur 5.10 Egenkapitalrentabilitet i større småforetak og store foretak. Industri 1987–1992	91
Figur 5.11 Avkastningsrater i større småforetak. Industri 1987–1992 ¹⁹	91
Figur 5.12 Egenkapitalandeler i små foretak. Industri 1983–1992	95
Figur 5.13 Gjeld og skattemessig betingede avsetninger i de minste småforetakene. Industri 1987–1992	97
Figur 5.14 Gjeld og skattemessig betingede avsetninger i større småforetak og store foretak. Industri 1987–1992. A: Egne data, B: SSB-data	97
Figur 5.15 Egenkapitalandeler i små og store foretak. Industri 1987–1992	98

Figur 6.1 Driftsresultat i prosent av driftsinntekter i norsk og svensk industri 1990–1992. Foretak med 20–49 ansatte (%)	105
Figur 6.2 Overskuddsprøsent i norsk og svensk industri 1990–1992. Foretak med 20–49 ansatte (%)	107
Figur 6.3 Arbeidskraftkostnader i prosent av driftsinntekter i norsk og svensk industri 1990–1992. Foretak med 20–49 ansatte (%)	107
Figur 6.4 Totalrentabilitet i norsk og svensk industri 1990–1992. Foretak med 20–49 ansatte (%)	108
Figur 6.5 Totalrentabilitet og gjennomsnittlig gjeldsrente i norsk og svensk industri 1992. Foretak med 20–49 ansatte (%)	109
Figur 6.6 Gjeldsgraden i norsk og svensk industri 1990–1992. Foretak med 20–49 ansatte (%)	109
Figur 6.7 Risikobuffer i norsk og svensk industri 1990–1992. Foretak med 20–49 ansatte (%)	111
Figur 6.8 Avkastning på egenkapital i norsk og svensk industri 1990–1992. Foretak med 20–49 ansatte (%)	111
Figur 6.9 Kassalikviditet i norsk og svensk industri 1990–1992. Foretak med 20–49 ansatte (%)	112
Figur 6.10 Egenkapitalandeler i norsk og svensk industri 1990–1992. Foretak med 20–49 ansatte (%)	113
Tabell 2.1 Definisjon av bedriftsstørrelser i ulike land	19
Tabell 2.2 Ulike kategorier småforetak etter størrelse og vekstpotensial	21
Tabell 2.3 Industribedrifter og sysselsetting. Endring 1980–1992	24
Tabell 3.1 Selvfinsieringsgrad* i ikke-finansielle foretak 1985–91 (%)	43
Tabell 3.2 Finansiering av foretakenes realinvesteringer i England og Tyskland i perioden 1970–89 (%) ⁴	46
Tabell 3.3 Tilførsel og bruk av kapital i norsk industri og bergverk 1983–92 (%)*	47
Tabell 4.1 Andel småforetak som har gjort investeringer etter foretaksstørrelse (%)	56
Tabell 4.2 Tilførsel og bruk av kapital i små norske industriforetak 1983–91 (%)	57
Tabell 4.3 Sammenheng mellom finansieringsproblemer og egenkapitalandel	65
Tabell 4.4 Sammenheng mellom finansieringsproblemer og totalrentabilitet	65
Tabell 5.1 Beregnet kapitalavkastningsrate, lønnskostnader og driftsresultat som andel av driftsinntekter. Enpersonforetak. Industri 1985–1992	78
Tabell 5.2 Beregnet kapitalavkastningsrate, lønnskostnader og driftsresultat som andel av driftsinntekter. Småforetak med minst 5 millioner i driftsinntekter. Industri 1985–1992	79
Tabell 5.3 Statsobligasjonsrente og beregnet gjeldsrente for store og små foretak. Industri 1987–1992	82
Tabell 5.4 Gjennomsnittlig kortsiktig gjeldsandel, egenkapitalandel, finanskostnader som andel av driftsinntektene og gjeldsrente i alle små foretak , fordelt på landsdeler. ²⁴ Industri 1983–1992	95

SMÅTT, MEN IKKE BARE GODT

I en rekke internasjonale og nasjonale studier framheves småforetakenes betydning for produksjon, sysselsetting og innovasjon i næringslivet. Samtidig vises det til spesielle etablerings- og vekstproblemer for småforetak, særlig problemer knyttet til lav lønnsomhet, manglende finansiering og svak kapitalstruktur. I rapporten underkastes følgende spørsmål en grundig analyse:

- Hvordan finansierer småforetak seg?
- Støtter småforetak på spesielle finansieringsproblemer?
- Hva er forholdet mellom gjeld og egenkapital i små og store foretak?
- Hvordan er lønnsomhet og soliditet i småforetak sammenliknet med store foretak?

Spørsmålene drøftes på grunnlag av teorier om finansiering av foretak, og de belyses empirisk med utgangspunkt i regnskapsdata for 1000 små industriforetak for perioden 1983-92, supplert med en spørreskjemaundersøkelse til de samme foretakene i 1993.

Rapporten utgjør første publisering fra et større prosjekt, "Kapitalmarked og næringsutvikling". FAFO utfører prosjektet for Norges Forskningsråd under Forskningsprogrammet om næringspolitikk og markedsutvikling (Nærings-LOS).



FAFO-rapport 178
ISBN 82-7422-133-8

FAFO
Postboks 2947 Tøyen
0608 Oslo
Tlf 22 67 60 00
Faks 22 67 60 22

