



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Kapitalstruktur i svenska aktiebolag

En kvantitativ studie om olika faktorerers påverkan på företagens kapitalstruktur

Magisteruppsats i Företagsekonomi
Externredovisning
Vårterminen 2013

Handledare:

Andreas Hagberg

Författare:

Mikael Borgwing

Patrik Nilsson

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet Magisteruppsats i Externredovisning, Vårterminen 2013

Titel: Kapitalstruktur i svenska aktiebolag - *En kvantitativ studie om olika faktorer
påverkan på företagets kapitalstruktur*

Författare: Mikael Borgwing & Patrik Nilsson

Handledare: Andreas Hagberg

Bakgrund och Problem: Att starta företag idag kräver kapital, antingen i form av sparade pengar eller genom hjälp av riskkapitalister alternativt företag som lånar ut pengar till privatpersoner som vill starta företag. När nya investeringsmöjligheter därefter skall finansieras uppstår frågan om dessa skall finansieras med internt eller externt kapital. Detta leder in på forskningen om kapitalstruktur, vilket idag är ett väldigt omfattande område. Ett antal tidigare studier presenteras som antyder vilka faktorer som påverkar ett företags val av kapitalstruktur, dessa faktorer kan till exempel vara branschtillhörighet, risk, lönsamhet, tillväxt, tillgångsstruktur och storlek. Att vara ett noterat företag i Sverige ställer krav på företagen, men presenterar även nya möjligheter till finansiering.

Syfte: Studiens syfte är att analysera utvalda faktorer påverkan på skuldsättningsgraden hos svenska aktiebolag. Vidare är syftet att se om utvalda faktorer skiljer sig åt mellan noterade och onoterade aktiebolag samt vilken bransch företagen tillhör.

Metod: Studien har genomförts genom en kvantitativ studie på 3 138 företags årsredovisningar i nio olika branscher under perioden 2005-2011. Siffror är hämtade från totalt 21 966 årsredovisningar, vilket legat till grund för statistiska beräkningar med hjälp utav det statistiska programmet SPSS.

Resultat och Slutsatser: Resultatet i studien tyder på att två utvalda faktorer har ett statistiskt signifikant samband med skuldsättningsgraden. Vidare skiljer sig de utvalda faktorerna åt mellan branscherna som undersöks. Studien bekräftar tidigare forskning i den aspekten att det kan finnas fler variabler som förklarar skuldsättningsgrad.

Förslag till vidare forskning: Författarna finner det framförallt intressant att utföra en kvalitativ studie kring hur noterade och onoterade företag inom en bransch ser på den långsiktiga kapitalstrukturen vilket skulle fånga upp teoretiska aspekter. Ett sista förslag på vidare forskning skulle vara att använda sig av fler variabler i regressionsmodellen för att försöka förklara skuldsättningsgraden.

Nyckelord: Kapitalstruktur, skuldsättningsgrad, pecking order theory, trade-off theory, Sverige, svenska företag, noterade företag, onoterade företag, branscher

Förord

Att skriva en uppsats på tio veckor har satt vårt tålamod på prov, då vi både stött på med- och motgångar under processen. Det har varit en lärorik period där vi verkligen fått användning av alla verktyg vi samlat på oss under våra universitetsstudier.

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Andreas Hagberg som kommit med värdefulla tankar och åsikter under författandet av denna uppsats. Vi vill även tacka alla medlemmar i vår opponeringsgrupp för alla tillfällen de tagit sig igenom vår uppsats och lämnat värdefulla reflektioner.

Göteborg, Maj 2013

Mikael Borgwing

Patrik Nilsson

Innehållsförteckning

Sammanfattning	2
Förord	3
1. Inledning	5
1.1 Problembakgrund	5
1.2 Problemdiskussion	6
1.3 Problemformulering	7
1.4 Syfte	7
1.5 Definitioner	7
1.6 Population	8
1.7 Relevans och Bidrag	8
1.8 Disposition	9
2. Teoretisk referensram	10
2.1 Kapitalstruktur	10
2.1.1 Trade-off theory	10
2.1.2 Pecking order theory	11
2.2 Resultat från tidigare studier	12
3. Metod	15
3.1 Statistiska modeller och variabler	15
3.1.1 Statistiska modeller	15
3.1.2 Val av variabler	16
3.1.3 Tolkning av resultatet från modellen	19
3.2 Metodval	19
3.2.1 Ansats	19
3.2.2 Typ av undersökning	20
3.2.3 Insamling av data	20
3.2.4 Insamling av referensram	20
3.3 Urvalsprocess	21
3.3.1 Bearbetning av urval	22
3.4 Validitet och reliabilitet	22
4. Empiri och analys	24
4.1 Deskriptiv data	24
4.2 Korrelation	25
4.3 Regressionsmodellens resultat	28
4.4 Branschresultat	30
4.5 Sammanfattande analys	37
5. Slutsats	41
5.1 Slutsats	41
5.2 Förslag till vidare forskning	42
Referenslista	43
Appendix	46

1. Inledning

1.1 Problembakgrund

I dagens samhälle är aktiebolaget en av de vanligaste bolagsformerna, och att starta ett aktiebolag kräver bara en affärsidé och 50,000SEK. Om en privatperson med en god affärsidé saknar kapitalet, kan denne vända sig till riskkapitalister eller andra typer av företag som lånar ut pengar till nystartade företag, som till exempel ALMI. De gånger privatpersonen vänder sig till exempelvis ALMI kräver de någon form av säkerhet för lånet och att istället hitta andra privatpersoner som ställer upp med eget kapital kräver kontakter. Om privatpersonen hittar andra finansiärer som kan tänkas ställa upp med eget kapital leder detta till att de ställer krav på avkastning från personen som startar företaget (Jensen, 1986).

När företaget hittat finansiärer och startat sitt företag kommer det förr eller senare uppkomma situationer där intressekonflikter mellan företagsledare och aktieägare infinner sig. Grundtanken från aktieägarna är att dessa vill ha avkastning på investerat kapital, medan företagsledaren vill investera överblivet kapital i verksamheten. Att ge utdelning till aktieägaren minskar tillgången till likvida medel i företaget och således även företagsledarens makt över företaget (Jensen, 1986). Denna maktkamp mellan chefer och företagsledning handlar om hur de agerar när det finns ett fritt kassaflöde i företaget. Teorin menar att ägarna vill dela ut kassaflödet medan chefer vill investera det, i slutändan kan viljan till att investera snarare än att dela ut kassaflödet leda till att även icke-optimala investeringar fullföljs (Harris & Raviv, 1991). Skulle det bli en utdelning av företagets medel kan företaget behöva använda kapitalmarknaden för att införskaffa nya resurser för att finansiera framtida investeringar. I de fall detta sker, finns risken att det uppstår kostnader från marknaden, så kallade övervakningskostnader. Det är en kostnad som kan undvikas genom att istället finansiera projekt med internt genererade vinster (Jensen, 1986).

Att använda interna framför externa medel förklaras vidare i forskningen om kapitalstruktur. Den empiriska forskningen och litteraturen har regelbundet behandlat kapitalstruktur. Redan 1958 skrev Modigliani & Miller sin välkända och mycket omtalade artikel "Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment", där författarna visar att företagets kapitalstruktur inte spelar någon roll för värdet på företaget. Modigliani & Millers slutsatser bygger på en rad antaganden om en perfekt kapitalmarknad, vilka i senare studier har blivit ifrågasatta. Senare studier har istället försökt förklara vad som driver valet av kapitalstruktur.

Ett företags huvudsakliga syfte är att bereda vinst åt dess ägare, det så kallade vinstsyftet (Aktiebolagslagen 3kap. 3§, SFS 2005:551). Det är därför av stor vikt att företagets beslut för framtida kapitalstruktur är väl genomtänkta. Vid optimal kapitalstruktur minskas kapitalkostnader, vilket bidrar till att maximera företagets och därmed aktieägarnas värde (Modigliani & Miller, 1958). Det behöver dock inte enbart vara kapitalstruktur som företagsledningen fokuserar på i sitt val av finansiering, utan

det kan även finnas en mängd andra faktorer som ligger till grund för deras beslut (Graham & Harvey, 2001).

Flera forskare har försökt att avgöra vilka faktorer som ligger till grund för valet av kapitalstruktur. Det har framförallt mynnat ut i två allmänt erkända teorier, pecking order theory och trade-off theory (Myers, 1984). De här två modellerna ligger som utgångspunkt för många studier som har gjorts senare, där analyser har gjorts för att se vilken modell som bäst förklarar valet av finansiering (eg. Fama & French, 2002; Lópéz-Gracia & Sogorb-Mira, 2008). Till exempel studerade Brealey, Myers & Allen (2008) tillverkningsindustrin i USA och visade att den skiljer sig från ett urval av länder. De kom fram till att hur ett företag väljer att finansiera sin verksamhet – genom lån, vinstmedel eller nyemission - skiljer sig mellan företag, branscher och länder. Resultat från tidigare forskning har skiljt sig åt och varit svår att dra slutsatser ifrån, vilket tyder på att det är ett väldigt komplext och dynamiskt område.

1.2 Problemdiskussion

Det generella resultatet från olika studier av kapitalstruktur är att den optimala skuldsättningsgraden är någonstans under 100% belåning eftersom skatteförmånen sätts i förhållande till risken att ådra sig konkurskostnader (Michaelas, Chittenden & Poutziouris, 1999). Eftersom detta teoretiska resultat är allmänt erkänt inom denna typ av studier, uppstår frågan enligt Michaelas et al. (1999) huruvida olika kostnader och fördelar har någon ekonomisk betydelse för optimal skuldsättningsgrad.

Frågan har gett upphov till ett stort antal empiriska studier som undersökt kapitalstruktur relaterat till företags egenskaper som antogs spegla dessa kostnader och fördelar. Dessa egenskaper är till exempel storlek, lönsamhet, tillväxt, företagsrisk, kassaflöde, tillgångsstruktur och branschtillhörighet (eg. Titman & Wessels, 1988; Harris & Raviv, 1991; Michaelas et al., 1999). Dock har större delen av dessa studier använt data från företag som med alla olika mått skulle klassificeras som stora (Michaelas et al., 1999; Zingales, 2000). Enligt en rapport från EU-kommissionen existerade det år 2012 20,7 miljoner SMEs (Small and Medium sized Enterprises), vilket representerar mer än 98% av alla företag i EU (EU-kommissionen 2012, s. 9). Denna studie väljer därför att inkludera små och medelstora företag i studien, eftersom de bevisligen representerar majoriteten av de företag som finns idag. Dock har företag med mindre än 20 miljoner i balansomslutning, vilka faller inom kategorin mikroföretag (se 1.5 Definitioner), eliminerats eftersom mindre företag har svårare att erhålla extern finansiering enligt tidigare forskning (Lópéz-Gracia & Sogorb-Mira, 2008).

I tidigare utländska studier har branschtillhörighets påverkan på skuldsättningsgrad undersökts. Det finns resultat som tyder på att branschen har betydelse för hur skuldsättningen är utformad i stora företag och i SMEs (Michaelas et al., 1999; Huang & Song, 2006; Talberg et al., 2008). Eftersom svenska företag generellt är mycket mindre än exempelvis amerikanska företag, är det intressant att undersöka om

skuldsättningsgraden inom svenska branscher påverkar skuldsättningsgraden likt den gör i amerikanska studier.

Att vara ett noterat aktiebolag i Sverige ställer krav på företaget, som till exempel att företaget skall ha en anställd VD och att all kurspåverkande information måste släppas samtidigt till marknaden. Dessa är två av alla krav företagen tvingas rätta sig efter för att få vara noterade, i gengäld får de bättre tillgång till humankapital och möjligheter till finansiering (Aktiespararnas, 2010; Nasdaq OMX Stockholm, 2012). Detta påverkar troligtvis företagets kapitalstruktur vilket gör att detta samband kommer undersökas, det vill säga huruvida en notering på en reglerad marknad i Sverige har betydelse för företagets skuldsättningsgrad.

1.3 Problemformulering

Företagens kapitalstruktur påverkas av en rad faktorer, som tidigare beskrivits. Detta är idag ett utbrett forskningsområde där man under årtionden försökt avgöra vilka faktorer det är som faktiskt påverkar kapitalstrukturen (eg. Titman & Wessels, 1988; Harris & Raviv, 1991; Fama & French, 2002; Graham & Harvey, 2001; Lópéz-Gracia & Sogorb-Mira, 2008). De faktorer som kommer studeras är *lönsamhet*, *storlek* och *tillväxt*. Huvudfrågan i den studien är därför följande:

Hur påverkar utvalda faktorer företagets kapitalstruktur?

Harris & Raviv (1991) sammanfattade, utifrån studier gjorda på 80-talet, i sin litteraturgenomgång från 1991 att företag inom samma industri har relativt lika kapitalstruktur medan det mellan företag i olika industrier kan skilja väldigt mycket. Detta resultat har även styrkts i flertalet studier gjorda på senare år, vilket leder in på nästa delfråga:

I vilken omfattning påverkar företagets branschtillhörighet dess kapitalstruktur?

Ett noterat företag tvingas förutom att ha en anställd VD och speciella informationskrav även att sprida sitt ägande över fler aktieägare vilket skapar större möjligheter till att allokera extra kapital vid behov. På grund av detta borde därför skuldsättningsgraden vara lägre i noterade företag, vilket därför leder in på studiens sista delfråga:

I vilken omfattning påverkar en notering företagets kapitalstruktur?

1.4 Syfte

Studiens syfte är att analysera utvalda faktorer påverkan på skuldsättningsgraden hos svenska aktiebolag. Vidare är syftet att se om utvalda faktorer skiljer sig åt mellan noterade och onoterade aktiebolag samt vilken bransch företagen tillhör.

1.5 Definitioner

I studien används begrepp som kan behöva närmare förklaring och nedan presenteras därför olika definitioner som författarna använt sig av för att underlätta för dig som läsare.

Studien kommer att granska svenska aktiebolag, vilket innebär ett aktiebolag som är registrerat i Sverige.

Begreppet kapitalstruktur ges en central roll i den här studien. Ett företags skuldsättningsgrad likställs med dess kapitalstruktur i denna studie.

EU:s definition av ett SME (Small and Medium sized Enterprises) är ett företag som sysselsätter färre än 250 personer och vars omsättning inte överstiger 50 MEUR eller vars balansomslutning inte överstiger 43 MEUR. Inom SME-kategorin finns det även väldigt små företag, som kallas mikroföretag, dessa sysselsätter färre än 10 personer och har en omsättning eller balansomslutning mindre än 2 MEUR (Tillväxtverket, 2013). I denna studie definieras ett mindre företag som ett företag med mindre än 500 MSEK (studien utgår från växelkurs om 1€ = 10 SEK).

Beaktande i denna studie tas även på huruvida ett aktiebolag är noterat eller inte. Med notering menar författarna ett aktiebolag som är marknadsnoterat på någon av de svenska börserna och handelsplatserna; Nasdaq OMX – Stockholm, Nasdaq OMX First North, NGM, Aktietorget och Burgundy. Ett onoterat aktiebolag är ett aktiebolag som inte är publikt, med andra ord vars aktier inte erbjuds till allmänheten.

1.6 Population

För att undersöka om ett företags kapitalstruktur skiljer sig åt beroende på vilken bransch de verkar i har flertalet olika branscher valts ut i den här studien. På grund av att det råder speciella redovisningsregler för banker och investmentbolag har de här branscherna inte inkluderats i populationen. De branscher som utgör populationen är läkemedel, tillverkning av elektronikkomponenter, maskintillverkning, byggbolag, livsmedel, telekom, IT-tjänster, teknikkonsulter samt fastigheter.

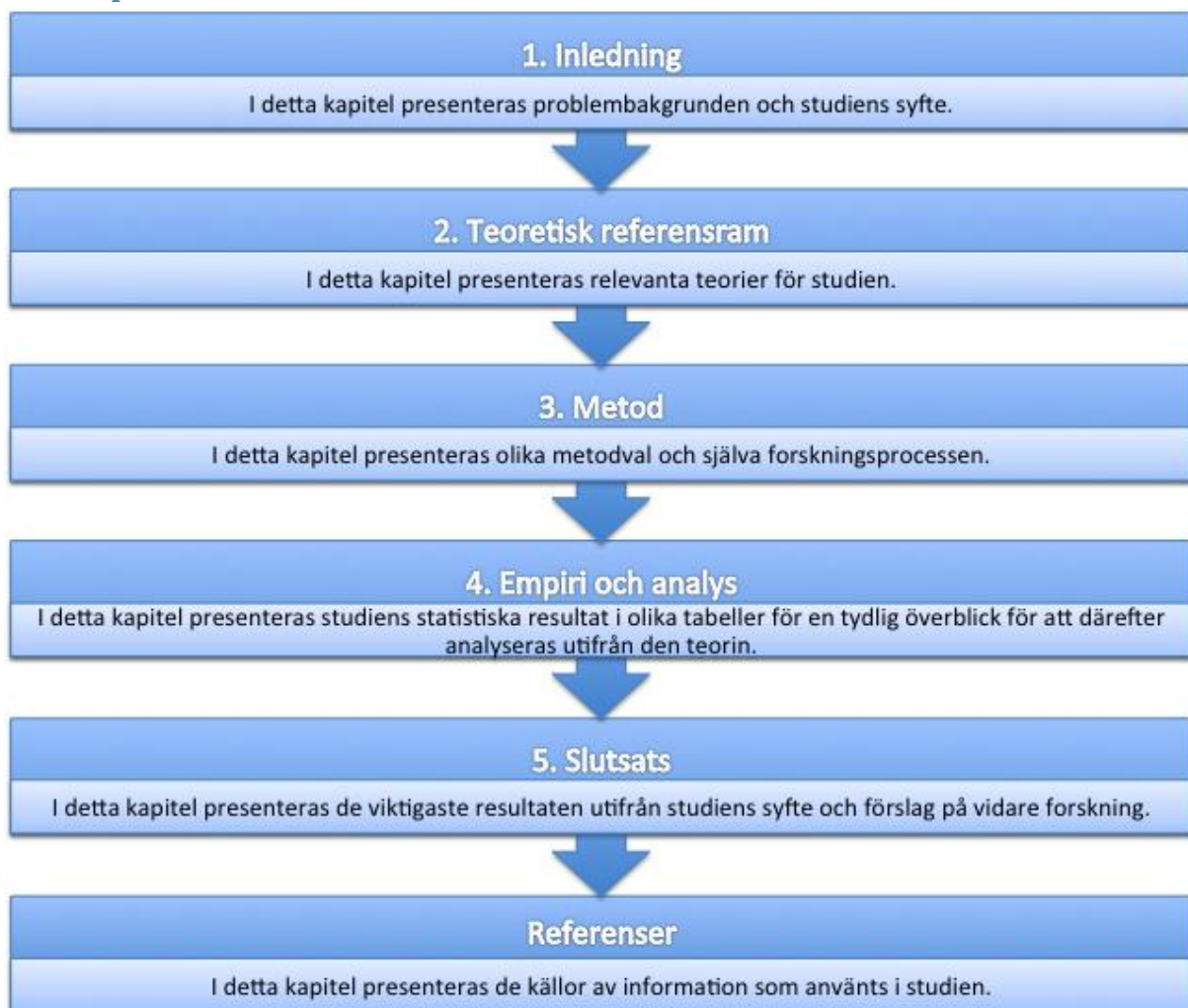
1.7 Relevans och Bidrag

Trots att forskning kring företags kapitalstruktur och vad som motiverar valet av en viss struktur har blivit mer frekvent de senaste åren är forskning kring företags kapitalstruktur i Sverige inte speciellt utbredd. Mycket av forskningen har fokuserat på USA, men det finns även studier gjorda på engelska, italienska och spanska marknader. Detta är en kvantitativ studie där svenska aktiebolag och dess kapitalstruktur undersöks, författarna utför en totalundersökning av tidigare nämnda branscher för att försöka klargöra hur de utvalda faktorerna påverkar företagets kapitalstruktur.

Med denna studie kommer författarna att bidra till ytterligare kunskap inom området kapitalstruktur i svenska företag. Utifrån tidigare forskning inom området kapitalstruktur har författarna identifierat ett antal faktorer som de tror kan förklara företagets kapitalstruktur. Dessa kommer därför undersökas i svenska företag, ett område där författarna tycker det finns en brist på omfattande studier. Den här studien bidrar därför med att visa ett antal faktorer som kan tänkas förklara valet av kapitalstruktur i svenska företag. Tidigare studier har ofta fokuserat på amerikanska företag, vilka med sin storlek får svenska storföretag att se små ut. I detta anseende

bidrar studien även till forskning om SMEs eftersom majoriteten av alla företag som finns faller inom denna kategori. I Sverige finns det dessutom unik tillgång till data för onoterade företag vilket därför bidrar till forskningen om svenska småföretag, såväl som till internationella forskningen på onoterade aktieföretag. Studiens omfattning skapar även en grund för ytterligare akademisk forskning då den dels fokuserar på ett antal utvalda branscher men även på såväl stora som små företag.

1.8 Disposition



Figur 1 (Disposition)

2. Teoretisk referensram

2.1 Kapitalstruktur

Johansson & Runsten (2005) menar att kapitalstrukturen är ett uttryck på hur företaget väljer att finansiera sina totala tillgångar, med andra ord hur passivsidan av ett företags balansräkning är uppbyggd. Skuldsättningsgraden är ett mått på relationen mellan eget kapital och skulder (Johansson & Runsten, 2005).

$$\text{Kapitalstruktur} = \text{Skuldsättningsgrad} = \frac{\text{Totala Skulder}}{\text{Totalt Eget Kapital}}$$

Enligt Modigliani & Miller (1958) spelade skuldsättningsgraden inte någon roll för värdet på företaget, eftersom att värdet var samma oberoende av skuldsättningsgraden. Detta har dock motbevisats i en rad efterföljande studier, där det fastlås att det är dels hur företagen är finansierade som avgör värdet, men även hur de väljer i framtida investeringsbeslut (Myers, 1984; Graham & Harvey, 2001). Efter Modigliani & Millers (1958 & 1963) studier på företagens kapitalstruktur har väldigt många studier försökt att istället förklara vad som föranleder valet av en kapitalstruktur i ett företag. Det här har lett fram till två erkända teorier på området kapitalstruktur, trade-off theory och pecking order theory.

2.1.1 Trade-off theory

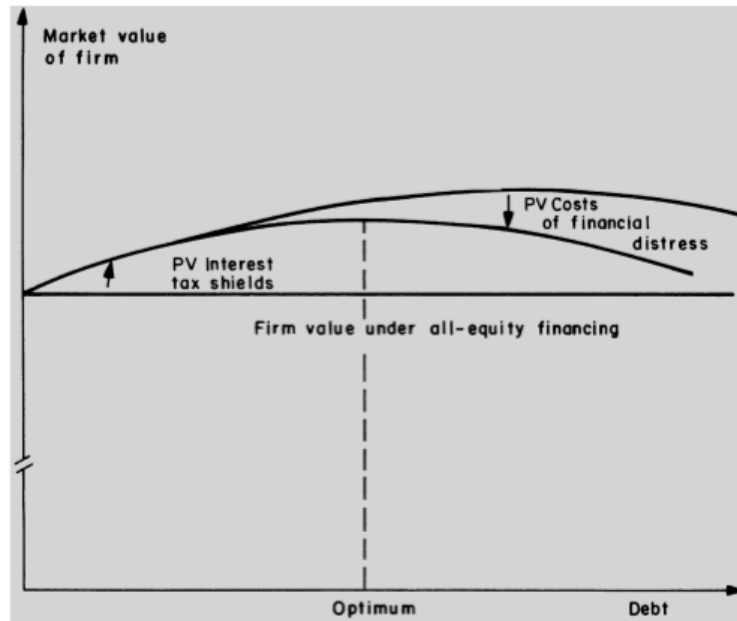
Enligt trade-off theory söker ett företag efter en optimal skuldsättningsgrad, där önskad nivå uppgår till när fördelarna överstiger nackdelarna av belåning. Trade-off theory beskrevs 1984 av Stewart C. Myers som:

"Ett företags optimala skuldsättningsgrad ses ofta som en avvägning mellan kostnader och fördelar av ytterligare belåning, under förutsättningen att företagets tillgångar och investeringsplaner hålls konstanta." (The Capital Structure Puzzle, s. 577)

Tidigt gjorda studier om trade-off theory använde teorin i en statisk modell (eg. Myers, 1984), dock har det under 2000-talet dykt upp flertalet studier med försök att förklara den i ett mer dynamiskt sammanhang (eg. López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008).

Myers (1984) menar på att ökad belåning innebär olika kostnader rörande konkurs och finansiella besvär (financial distress). Kostnader för finansiella besvär räknas som eventuella administrativa och juridiska kostnader vid ett konkursförfarande, ökade övervakningskostnader, "moral hazard", upphandlingskostnader eller andra kostnader som kan urholka företagets värde trots att konkursen i sig undviks (Myers, 1984).

När risken för dessa kostnader ökar, minskar börsvärdet, vilket gör att kapital blir dyrare. Därför måste en optimal kapitalstruktur existera där gränsen mellan ytterligare värde från skattesköld (interest tax shield), som innebär att avdragsgilla räntor eliminerar skatt, möter kostnaderna för finansiella besvär (Se Figur 2).



Figur 2 (The capital structure puzzle, Myers, 1984)

I Myers (1984) modell skulle alla företags skuldsättningsgrad vara den optimala ifall det inte existerade några transaktionskostnader. Dock måste det finnas kostnader och därför en eftersläpning i företagens justering mot den optimala skuldsättningsgraden. Stora transaktionskostnader skulle eventuellt kunna förklara varför det existerar stora skillnader i skuldsättningsgrad mellan företag som har samma skuldsättnings mål (Myers, 1984).

2.1.2 Pecking order theory

Vid sidan av trade-off theory har en annan modell studerats genom åren. Denna modell kallas pecking order theory och förklarar att företagen prioriterar olika finansieringsformer. Ledningen i företaget väljer att först finansiera nya projekt genom att återinvestera tidigare vinstmedel, därefter genom säker och mer osäker belåning för att som sista utgång välja nyemission för att få in nytt kapital (Myers, 1984).

Pecking order theory behandlar vilken prioritetsordning ett företag väljer att finansiera olika projekt, dock förklarar den inte någon optimal nivå av skuldsättning till skillnad mot trade-off theory. Den finansieringskälla som företaget väljer i första hand är internt upparbetade medel, om företagen därefter måste vända sig mot externa medel, väljer de alltid den minst riskfyllda först. Detta innebär att de startar med belåning, därefter någon form av värdepapper som till exempel konvertibler och som sista utväg att emittera nya aktier (Myers, 1984).

Myers (1984) presenterar pecking order theory i samband med teorin om asymmetrisk information, där beslutsregeln för företag verkar vara att belåna sig ytterligare när investerare anser att de är undervärderade och ge ut nya aktier när de anses vara övervärderade. När investerarna inser detta kommer de endast köpa aktier då företagen

redan har utnyttjat hela sitt låneutrymme, på grund av att det då blir billigare att ge ut nya aktier än att ta upp mer belåning.

2.2 Resultat från tidigare studier

Det har gjorts många studier efter Modigliani & Millers teorier som försöker att förklara varför ett företag väljer en viss kapitalstruktur (eg. Myers, 1984; Titman & Wessels, 1988; Chittenden et al., 1996; Michaelas et al., 1999; för att nämna några). Titman & Wessels (1988) undersökte om ett antal faktorer påverkade skuldsättningsgraden i ett urval av företag mellan 1972-1982. De fann ett negativt samband mellan kortfristiga skulder och skuldsättning, vilket indikerar att mindre företag har svårare att knyta till sig långfristiga skulder. Informationen kan även styrka att transaktionskostnader är väsentliga i valet av kapitalstruktur då det först och främst är mindre företag som möter relativt stora transaktionskostnader. Övriga faktorer, som till exempel tillväxt, storlek, volatilitet och lönsamhet, verkade dock inte påverka skuldsättningsgraden i företagen (Titman & Wessels, 1988). I en tidigare studie av Ghosh, Cai & Li (2000) testade de totala tillgångars och avskrivningars betydelse för kapitalstrukturen men fann inget stöd för detta.

Fama & French (2002) jämförde pecking order theory med trade-off theory och fann både likheter och skillnader. Enligt författarna hade pecking order theory rätt i att ett lönsamt företag har en mindre redovisad skuldsättningsgrad. Även DeAngelo & DeAngelo (2007) har prövat pecking order theory och trade-off theory. Författarna byggde en egen modell för att pröva de två teorierna och fann att nyemission inte behöver vara det lägst prioriterade finansieringsvalet, vilket går emot pecking order theory (DeAngelo & DeAngelo, 2007).

López-Gracia & Sogorb-Mira (2008) hade som huvudsyfte att testa trade-off theory och pecking order theory i SMEs, med hänsyn till specifika egenskaper hos dessa företag. De fann att jämfört med stora företag är de inte lika ofta listade på börsen och påverkas således mer av informationsasymmetri vilket resulterar i att de ådrar sig mer transaktionskostnader när de söker finansiering. SMEs är ofta mindre skuldsatta på grund av restriktioner från borgenärer, vilket tyder på att de är mer beroende av interna resurser och kortfristiga skulder.

SMEs lider ofta av problem med asymmetrisk information, vilket innefattar informationskostnader. I denna mening ser de problem som uppstår för företagen ut att passa bra in på pecking order theory. Oavsett detta skulle företagen också kunna använda sig av ett skuldsättningsmål för att styra sin finansieringspolicy, som beskrivs av trade-off theory (Chittenden et al., 1996; Michaelas et al., 1999; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008).

Ett företags tillväxtmöjligheter är en av tidigare nämnda faktorer, där tidigare empiriska studier visat blandade resultat. En del studier fann ett negativt samband (Titman & Wessels, 1988; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008; Talberg et al., 2008) medan andra fann ett positivt samband (Rajan & Zingales, 1995; Michaelas et al., 1999). Ghosh et al.

(2000) fann att tillgångars tillväxt i stora amerikanska tillverkningsföretag har en negativ påverkan på kapitalstrukturen i företagen. Michaelas et al. (1999) förklarar att bland SMEs är det på grund av svårigheterna att erhålla interna eller externa resurser annat än bankkredit som leder till sambandet.

Lönsamhet är en annan faktor som studerats i tidigare forskning. Även här skiljer sig tidigare studier åt, då vissa fann ett positivt samband (Ghosh et al., 2000; Fama & French, 2002) mellan lönsamhet och skuldsättningsgrad och andra ett negativt samband (Huang & Song, 2006; Talberg et al., 2008; Frank & Goyal, 2009). Bland studier om SMEs som författarna läst fann dessa ett negativt samband (Chittenden et al., 1996; Michaelas et al., 1999; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008).

López-Gracia & Sogorb-Mira (2008) fann att företagsstorlek och skuldsättning var positivt korrelerade, vilket även bekräftats i flertalet tidigare studier om SMEs (eg. Chittenden et al., 1996; Michaelas et al., 1999). Inom kategorin SMEs har det även visat sig skilja i skuldsättning, där de större företagen har tillgång till större belåning. Det måste också tas i beaktning att inom ramen för pecking order theory kan storleken förväntas ha en negativ effekt på skuldsättningsgrad. Detta eftersom större företag stöter på mindre informationskostnader och kan erhålla större intern finansiering, vilket i sin tur reducerar mängden skuld som krävs (López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008). Detta påstående stämmer dock inte överens med en rad andra studier eftersom att dessa pekar på ett positivt samband i studier inriktade mot större företag (Huang & Song, 2006; Talberg et al., 2008).

Hypotesen "Nivån av företagets skuldsättning borde vara negativt korrelerad till volymen av kassaflöde" (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008) härleds ur tidigare forskning som säger att mer interna resurser leder till mindre lån, vilket leder till lägre informationskostnader. I studier om SMEs är denna hypotes bekräftad, vilket innebär att de SMEs som genererar mest internt kassaflöde är de företag med minst skuldsättning. Detta resultat stämmer väl överens med pecking order theory vilket pekar på att företag föredrar intern framför extern finansiering (López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008).

I viss utsträckning har tidigare studier försökt undersöka om skuldsättningsgraden påverkas av vilken bransch företagen tillhör. Michaelas et al. (1999) fann ett starkt stöd för att branschtillhörighet har betydelse i SMEs. Även studier inriktade mot större företag har funnit stöd för att bransch har betydelse för hur skuldsättningsgraden ser ut (Huang & Song, 2006; Talberg et al., 2008). Företag verksamma inom samma bransch tenderar ofta ha liknande skuldsättningsgrad. Tidigare studier visar på positiva, negativa såväl som inga samband alls med olika branscher (Harris & Raviv, 1991; Ghosh et al., 2000). Harris & Raviv (1991) visade i sin studie exempel på att livsmedels- och elektronikbranschen har låg skuldsättningsgrad, medan stål- och flygbolagsindustrin har hög skuldsättningsgrad. Resultatet i Michaelas et al. (1999) studie visade större effekt på kortsiktiga skulder än långfristiga skulder, om än tydligare i vissa branscher.

Mindre företag i dagens samhälle behöver ofta lämna någon form av säkerhet när de ska erhålla banklån, på grund av de problem som uppstår med agentkostnader och asymmetrisk information. Detta leder till att företag med stor andel fasta tillgångar eller stora lagertillgångar har större möjligheter till att erhålla banklån eftersom detta minskar informationsasymmetrin och agentkostnaderna. Detta bekräftas i ett flertal studier bland såväl stora som små företag, det vill säga att tillgångsstrukturen har ett positivt samband med skuldsättningsgrad (Michaelas et al., 1999; Ghosh et al., 2000; Talberg et al., 2008; Frank & Goyal, 2009). En studie rörande SMEs fann att tillgångsstrukturen har ett negativt samband med kortfristiga skulder och ett positivt samband med långfristiga skulder (Chittenden et al., 1996).

Sammanfattningsvis visar tidigare studier att det finns såväl negativa som positiva samband med nästintill alla faktorer. I en litteraturgenomgång av Harris & Raviv (1991) fann de att en stor del av forskningen har funnit potentiella variabler till vad som kan påverka valet av en viss kapitalstruktur, men att studierna brister i att de inte förklarar i vilka situationer som variablerna lämpar sig för. En annan studie av Shyam-Sunders & Myers (1999) pekar på att empiriska studier om kapitalstruktur behöver utforma tester där hypoteser kan bli förkastade och inte alltid bekräftade, vilket de menar är en utmaning för teoretisk såväl som empirisk forskning.

3. Metod

3.1 Statistiska modeller och variabler

3.1.1 Statistiska modeller

I den här studien avses att förklara vad det är som avgör ett företags val av kapitalstruktur. I ett steg i förklaringen kommer en modell att presenteras i syfte att ge klarhet till vilka av de utvalda faktorerna som påverkar kapitalstrukturen i ett företag. Valet av kapitalstruktur är ett komplext ekonomiskt område och tidigare forskning har visat på att det kan finnas flera förklaringsvariabler till valet av kapitalstruktur. Den här studien kommer därför att beakta ett antal variabler som i resultatet från tidigare forskning ansetts kunna påverka valet av kapitalstruktur.

När det tillförs fler variabler än en, skapar man en ekonomisk modell som kallas för multipel regressionsanalys. En multipel regression används när flera variabler kan ge förklaring på vad som avses att undersöka (Hill, Griffiths & Lim, 2012)

Enligt Hill et al. (2012) framställs en generell multipel regressionsmodell enligt följande:

$$y = \beta_1 + \beta_2x_2 + \beta_3x_3 + \beta_4x_4 + \dots + \beta_kx_k + e;$$

där y utgör den beroende variabeln och där x utgör olika oberoende variabler samt e i modellen motsvarar det de oberoende variablerna inte kan förklara.

En aspekt att ta hänsyn till vid statistiska beräkningar är hur stor roll slumpen ges, hur stor del av en studies resultat som beror på tillfälligheter, vilket brukar mätas med en vald signifikansnivå. Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen (2010) menar att en signifikansnivå inom samhällsvetenskapen normalt ligger på 5%, vilket resulterar i ett 95 procentigt konfidensintervall. I den här studien kommer signifikansnivån att vara satt till 5%. Vid en regressionsanalys i SPSS presenteras ett F-värde och ett t-värde, två verktyg som går att använda för att avgöra huruvida en variabel är statistisk signifikant eller inte. Det vill säga om den kan förklara förändringar i skuldsättningsgraden eller om detta beror på slumpen. P-värdet vilket visar exakt hur mycket slumpen påverkar och ett p-värde lägre än 0,05 innebär att variabeln är statistisk signifikant (Djurfeldt et al., 2010). I presentationen av den multipla regressionsanalysen kommer därför variablernas p-värde att presenteras.

Genom att genomföra en multipel regressionsanalys kan svar ges på hur stor förändring av den beroende variabeln som en förändring av respektive oberoende variabel ger. När det sker en förändring av den oberoende variabeln, x_k , med 1 förväntas en förändring av den beroende variabeln med $\beta_k \times 1$. När det sker en förändring av en den naturliga logaritmen av en oberoende variabel, $\ln(x_k)$, med en procent förväntas den beroende variabeln att förändras med $\frac{\beta_k \times 1}{100}$ enheter.

Determinationskoefficient

En determinationskoefficient, R^2 , anger hur mycket av variationerna i den beroende

variabeln som kan förklaras av variationer i de oberoende variablerna i regressionsmodellen. R^2 ligger i ett intervall mellan 0 och 1 och ju högre värde som determinationskoefficienten antar desto bättre förklaras variationerna i den oberoende variabeln av modellen. Antar R^2 värdet 0 kan de oberoende variablerna inte förklara den beroende variabeln, medan med värdet 1 finns det ett perfekt samband. (Hill et al., 2012). Om $R^2 > 0$ tyder det här på att det finns ett samband mellan y och de oberoende variablerna (Djurfeldt et al., 2010). Den bästa regressionsmodellen är den modell vars oberoende variabler förklarar den beroende variabeln bäst, med andra ord modellen med högst R^2 . Ett problem är dock att det finns en tendens till att ju fler oberoende variabler som tillförs modellen, desto högre värde får determinationskoefficienten oavsett koppling till den beroende variabeln. Med den justerade determinationskoefficienten, \bar{R}^2 , går det dock att lösa problemet (Hill et al., 2012). Därför kommer även den justerade determinationskoefficienten att inkluderas vid tolkningen av statistiska data i denna studie. Denna studie avser att förklara hur de utvalda faktorerna påverkar skuldsättningsgraden i ett företag och inte hur precis den valda modellen förklarar variationerna i den. Det bör därför inte läggas stor vikt vid vilket värde som determinationskoefficienten antar vid de statistiska prövningarna. Istället ligger fokus på vilka tecken som sätts framför de oberoende variablerna, då detta visar på deras relation till skuldsättningsgraden. Samma resonemang förde Maury & Pajuste (2002).

Korrelationskoefficient

En korrelationskoefficient, r , förklarar styrkan i sambandet mellan två variabler. Korrelation mellan variabler antar ett värde mellan -1 och 1, där ett negativt värde anger en negativ korrelation, ett positivt värde anger en positiv korrelation och ett värde på 0 visar att det inte finns något samband mellan variablerna (Lind, Marchal & Wathen, 2012). En korrelationsmatris skapas i syfte att se samband, eller bivariata korrelationer mellan olika variabler. Förutom att få information på hur de oberoende variablerna förhåller sig till den beroende, kan även informationen förklara hur variablerna förhåller sig till varandra. En brist när den här typen av korrelation studeras är att den inte anger sambandets riktning, vad som är orsaken och vad som är verkan. Hill et al. (2012) varnar för att korrelation inte är det samma som kausalitet, det vill säga att den inte förklarar orsakssambandet. Empirin kommer att inledas med en presentation av en korrelationsmatris mellan studiens valda variabler. Pearsons korrelation kan avgöra hur olika variabler korrelerar med varandra (Djurfeldt, et al., 2010), vilket är ett instrument som SPSS tillhandahåller. När en variabel inte är normalfördelad kan istället Spearmans korrelation användas (Wahlgren, 2012). För att avgöra vilken av Pearsons och Spearmans korrelationsmatriser som är mest lämplig i studien kommer ett test att genomföras där normalfördelningen undersöks.

3.1.2 Val av variabler

Som tidigare presenteras är det skuldsättningsgraden som representerar den beroende variabeln. Den utgör förhållandet mellan skulderna och det egna kapitalet och beräknas genom att sätta de totala skulderna i relation till det totala egna kapitalet.

$$\text{Skuldsättningsgrad} = \frac{\text{Totala Skulder}}{\text{Totalt Eget Kapital}}$$

Nedan följer en presentation av oberoende variabler som kan tänkas förklara skuldsättningsgraden i ett företag.

Lönsamhet kan påverka hur ett företag väljer sin finansiering, eftersom företag som är lönsamt kan ges större valmöjligheter. Lönsamhet utgår därför som en oberoende variabel i den här studien. Enligt Johansson & Runsten (2005) är ett företags vinst inget mått på lönsamhet. Istället måste vinsten sättas i relation till något, som till exempel investerat kapital, för att ge ett mått på huruvida ett företag är lönsamt vid en viss vinst. Räntabilitet på totalt kapital, R_t , är det lönsamhetsmått som valts ut, vilket i sin tur anger hur effektivt ett företag är på att allokera sina tillgångar för att generera vinster och beräknas genom att sätta resultatet i relation till totala tillgångar.

$$\text{Lönsamhet} = R_t = \frac{\text{Resultat efter finansiella intäkter och kostnader}}{\text{Totalt Kapital}}$$

Tidigare studier har visat att företagens storlek påverkar dess skuldsättningsgrad, eftersom större företag ofta visat sig ha bättre möjligheter till belåning (Titman & Wessels, 1988). Storleken på företag utgör därför en variabel, men även här finns det olika sätt att definiera företagens storlek. Användningen av omsättningen innebär stora siffror i data och användningen av logaritmer kan resultera i mer lätthanterliga tal. En del studier (eg. Titman & Wessels, 1988; Lópéz-Gracia & Sogorb-Mira, 2008) använde den naturliga logaritmen för att definiera ett företags storlek i forskning, medan andra (Hagberg, 2012) använde 10-logaritmen av omsättningen. Enligt Hill et al. (2012) används det irrationella talet e som bas för logaritmer i matematik och statistik, vilket även kommer att användas i den här studien.

$$\text{Storlek} = \ln(\text{Omsättning})$$

Tidigare studier pekade på att tillväxten i ett företag påverkar hur skuldsättningen ser ut i företag (eg. Hagberg, 2012). Tillväxt i ett företag har i tidigare studier definierats på olika sätt, såsom förändringen av tillgångar eller omsättning. Titman & Wessels (1988) och Ghosh et al. (2000) använde förändringen i tillgångar som tillväxtmått, medan den här studien använder förändringen i företags omsättning från ett år till ett annat.

$$\text{Tillväxt} = \frac{\text{Omsättning}_{\text{år}_t} - \text{Omsättning}_{\text{år}_{t-1}}}{\text{Omsättning}_{\text{år}_{t-1}}}$$

I avsikt att ytterligare förklara vad som driver fram valet av skuldsättningsgrad och därmed kapitalstruktur, har fler faktorer inkluderats i den här studien. Eftersom nio olika branscher valts ut, med generellt sett vitt skild skuldsättning, kommer branschtillhörighet att utgöra en oberoende variabel genom olika dummyvariabler. Varje bransch blir därför en egen dummyvariabel för att avgöra om företag i specifika branscher karakteriseras av en viss skuldsättningsgrad. En dummyvariabel är en

variabel som antar 1 om det uppfyller kravet som ställs på den, som till exempel om ett företag är noterat, och det antar därför 0 om det inte är noterat.

Bransch	Dummy IT	Dummy Maskin	Dummy Bygg
Webdesign AB	1	0	0
Maskinen AB	0	1	0
Husbygge AB	0	0	1
IT 2000 AB	1	0	0
Byggnaden AB	0	0	1

Tabell 1 (Dummy-exempel)

I tabellen ovan presenteras ett exempel på hur dummyvariabler delas upp när det finns flera olika branscher. Likt detta tillvägagångssätt ovan kommer dummyvariablerna att presenteras för respektive bransch, de företag som hör hemma i IT-tjänstebanschen kommer således ha en 1:a istället för en 0:a i kolumnen "Dummy IT", medan företag som tillverkar maskiner kommer alla ha 0:or i kolumnen "Dummy IT".

På liknande sätt som ovan kommer en notering av företagen på en marknad i Sverige att utgöra en egen dummyvariabel, då studien inkluderar både svenska noterade och onoterade aktieföretag. De företag som är noterade kommer erhålla en "1" medan de som är onoterade kommer erhålla en "0". Med hjälp av denna dummyvariabel kommer det studeras huruvida en notering har någon påverkan på skuldsättningsgraden.

Likt *Tabell 1* kommer dummyvariablerna för år att testas. Under tidsperioden 2005-2011 har världens ekonomier hunnit med att passera genom höga toppar och djupa dalar. Detta leder till att författarna undersöker om det finns något statistiskt samband mellan företagets skuldsättningsgrad och vilket år det var.

Utifrån de förklarade variablerna ovan presenterar vi den slutgiltiga regressionsmodellen tar följande form:

$$y = \alpha_1 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \beta_4 N_1 + \beta_5 B_1 + \beta_6 B_2 + \dots \beta_{13} B_9 + \beta_{14} C_1 + \beta_{15} C_2 + \dots \beta_{20} C_7 + \varepsilon;$$

där:

y = Skuldsättningsgrad

α_1 = Konstant

x_1 = Lönsamhet

x_2 = Storlek

x_3 = Tillväxt

N_1 = Dummyvariabel för notering

B_1 = Dummyvariabel för läkemedelsbranschen

B_2 = Dummyvariabel för elektroniktillverkningsbranschen ...

... B_9 = Dummyvariabel för teknikkonsultbranschen

C_1 = Dummyvariabel för år 2005

C_2 = Dummyvariabel för år 2006 ...

... C_7 = Dummyvariabel för år 2011

ε = Felterm

Den beroende variabeln, skuldsättningsgrad är den som skall besvaras med hjälp utav modellen ovan. De oberoende variabelerna antar olika x , där lönsamhet motsvarar x_1 , storlek motsvarar x_2 och tillväxt motsvarar x_3 i modellen. Modellen har även tillförts de olika dummyvariablerna för att förklara skuldsättningsgraden där N_1 används för notering, B_x för vilken bransch det är och C_t för vilket år det är.

3.1.3 Tolkning av resultatet från modellen

Syftet med en multipel regressionsmodell och analysen av modellen är att se hur förändringar i den beroende variabeln förklaras utav förändringar i de oberoende variabelerna. I denna studies kommer förändringar i de utvalda faktorerna att förklara variationer i kapitalstruktur, med andra ord hur de utvalda faktorerna kan påverka skuldsättningsgraden. Det är därför väsentligt att illustrera hur dessa olika förändringar rent statistiskt kan påverka studiens beroende variabel. Lönsamhet är beräknat som räntabilitet på totalt kapital och ökas variabeln med 1 kommer det här att påverka skuldsättningsgraden med β -värdet för variabeln. Storlek av ett företag är beräknat som den naturliga logaritmen av omsättningen. Skulle den naturliga logaritmen att förändras med 1 procent kommer skuldsättningsgraden förändras med $\beta/100$, där β är variabelns konstant i modellen. Tillväxt är beräknat som den procentuella skillnaden i omsättning mellan ett år till ett annat och en förändring av denna variabel med 1 kommer att påverka skuldsättningsgraden med β -värdet för variabeln. I studien har även ett antal dummyvariabler inkluderats, där de antar ett värde av 1 då ett krav uppfylls, till exempel för notering, och 0 om inte. Statistiskt kommer det här att innebära att om kraven uppfylls kommer det att påverka skuldsättningsgraden med respektive dummyvariabels β -värde.

Eftersom studiens population är stor och variationen i företagens siffror blir det svårt att dra exakta numeriska slutsatser från modellen. De resultat som framkommer vid denna studies regressionsanalys kommer att visa samband för varje bransch och populationen i dess helhet. Dessa samband är antingen statistiskt signifikanta eller inte. Slutsatser kommer därför inte bestå av numeriska resultat utan kommer istället att dras ifrån huruvida det finns ett samband mellan den beroende och de oberoende variabelerna samt om de påverkar skuldsättningsgraden positivt eller negativt.

3.2 Metodval

3.2.1 Ansats

Studien ämnar undersöka årsredovisningar från åren 2005-2011 och avsikten är att analysera utvalda faktorer påverkan på företagens kapitalstruktur. I studien kommer årsredovisningar från aktiebolag som är noterade på svenska aktiemarknader samt onoterade aktiebolag att studeras.

Den här studien baseras på en kvantitativ metod av de skälen att det är "hård" data i form av siffror ifrån årsredovisningar som studeras. Vid en kvalitativ inriktad forskning är det mer "mjuk" data som studeras, som till exempel kvalitativa intervjuer och tolkande analyser (Davidson & Patel, 2003). Enligt Holme & Solvang (1997) är det god

precision i en kvantitativ studie, vilket i samarbete med det stora urvalet kommer leda till en rättvis avspeglning av den kvantitativa variationen.

3.2.2 Typ av undersökning

Författarna ämnar göra en totalundersökning för var och en av de branscher som valts utifrån ett antal kriterier. Med totalundersökning menar författarna att en undersökning av en hel population kommer att genomföras, istället för att ett urval får representera den. Företagen för respektive bransch har valts utifrån branschkodssystemet "NACE Rev. 2", vilket är den europeiska standarden för klassificering av produktiva ekonomiska aktiviteter. På grund av hur datasystemet Orbis är uppbyggt har författarna valt att använda NACE Rev. 2 istället för det svenska SNI-systemet.

3.2.3 Insamling av data

Kriterierna som är ställda på populationen i studien har resulterat i att 3 138 aktiebolag i Sverige har valts ut, vilket betyder att data är hämtat från totalt 21 966 årsredovisningar.

Studiens data utgör endast svenska aktiebolag och författarna har inte funnit liknande studier med samma datamängd. Kriteriet att data skall finnas under hela den valda tidsperioden innebär att problem med brist på data för företag elimineras. Detta eliminerar även nystartade aktiebolag eftersom dessa inte har data för perioden 2005-2010. Ett kriterium som ställs upp i urvalet är att företagen måste ha en omsättning om minst 20 miljoner för 2011, där den måste överstiga 10 MSEK för varje år i tidsperioden. Detta kriterium eliminerar de företag som enligt EU (Tillväxtverket, 2013) kallas mikroföretag, vilka enligt teorierna inte har samma valmöjligheter rörande finansiering som större företag (Zingales, 2000; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008). Dessutom elimineras de företag som varit passiva under något år och därför saknat omsättning vilket skulle kunna skapa stora fel i beräkningarna som gjorts. Sista tilläggs-kriteriet är att företag i undersökningen inte får ha negativ soliditet eftersom att de fåtal datarader som fanns innehöll extremvärden som påverkade resultatet.

I data som har samlats in har inte obeskickade reserver använts eftersom databasen Orbis inte tar någon hänsyn till detta. Alla företag behandlas därför lika enligt detta tillvägagångsätt istället för att hanteras manuellt i efterhand.

3.2.4 Insamling av referensram

Vid insamlingen av artiklar och information till referensramen har sökningar i ekonomidatabaserna "Business Source Premier", "Emerald" och "JSTOR" använts. De sökord som använts är bland annat "kapitalstruktur", "skuldsättningsgrad", "nyckeltal", "finansiering" med motsvarande engelska översättningar. I dessa databaser är primärkällor i form av tidigare forskningsstudier huvudvalet av källa. I de fall sökorden har gett begränsat med källor på området som diskuteras, har författarna valt att titta i tidigare uppsatser för förslag på fler primärkällor.

3.3 Urvalsprocess

Valet av branscher har baserats på soliditeten för publika aktiebolag i Sverige, där företagen har sorterats från hög till låg soliditet. Sedan har tre segment skapats, ett för "hög", ett för "medel" samt ett för "låg" soliditet. Branscher har valts utifrån hur frekvent företagens klassificeringsnummer har förekommit i listan för respektive segment. De tre branscher vars klassificeringsnummer som har förekommit mest har därefter valts ut. Totalt uppgår populationen till nio branscher och 3 138 aktiebolag. De branscher som utgör populationen är läkemedel, tillverkning av elektronikkomponenter, IT-tjänster, livsmedel, telekom, fastighetsbolag, byggbolag, teknik konsulter samt maskintillverkning.

Valda branscher stämmer bra överens med den lista/bild som Berk & DeMarzo (2011) har i sin bok "Corporate Finance" (Se *Appendix 1*). I deras lista är exempelvis fastighetsbolag i toppen gällande skuldsättningsgrad, medan företag som tillverkar elektronikkomponenter ligger i botten.

Företagen har valts ut genom företagsdatabasen Orbis där ett antal, av författarna uppställda, kriterier måste uppfyllas för att ingå i populationen. Totalt har åtta strikta kriterier ställts upp för företagen.

1. Företaget skall vara ett svenskt aktiebolag.
2. Företaget skall ha en NACE Rev. 2 klassificeringskod.
3. Företaget skall ha en omsättning om 20 MSEK för 2011.
4. Företaget skall ha en omsättning om minst 10 MSEK per år för övrig tidsperiod.
5. Företaget skall ha tillgänglig data för totala tillgångar för hela tidsperioden.
6. Företaget skall ha tillgänglig data för räntabilitet på totalt kapital för hela tidsperioden.
7. Företaget skall ha tillgänglig data för soliditeten för hela tidsperioden.
8. Företag skall inte ha en negativ soliditet.

Kriterierna har resulterat i att totalt 3 138 svenska aktiebolag har valts ut för de nio olika branscherna.

Bransch	NACE Rev 2.	Antal bolag	Antal noterade
Läkemedel	21	26	7
Elektronik	26	153	21
Maskintillverkning	28	477	11
Bygg	41	443	4
Livsmedel	463	344	0
Telekom	61	59	6
IT-tjänster	62	400	22
Teknikkonsulter	7112	293	4
Fastigheter	68	943	13
Totalt		3138	88

Tabell 2 (Antal företag i studien)

Tabellen illustrerar samtliga valda branscher i studien, vilken NACE Rev. 2-kod som de har samt hur stor populationen är i respektive bransch och hur många noterade företag som finns i den. Tabellen klargör att populationen med fastighetsbolag är störst, IT-tjänstebolag har flest noterade aktiebolag och branschen med livsmedelsbolag saknar noterade aktiebolag. Tabellens sista rad anger totala antalet företag i studien, 3 138 stycken och att 88 utav dessa är noterade.

3.3.1 Bearbetning av urval

För att strukturera informationen från de 21 966 årsredovisningar som ingår i studien slog vi samman de Excel-filer, som företagsdatabasen Orbis skapade, genom att först bearbeta varje bransch med alla beräkningar som skulle göras och därefter slå samman alla branscher i ett och samma dokument. Genom detta tillvägagångssätt skapades en översikt av rådata.

Efter sortering och bearbetning av rådata i Microsoft Office Excel infogades studiens data i SPSS för de statistiska beräkningar som presenteras nedan i avsnittet 4 Empiri och Analys.

3.4 Validitet och reliabilitet

Validitet kan definieras som att det i studien undersöks vad som avsågs undersökas med en vald metod och/eller teknik (Rosenqvist & Andrén, 2006). Eriksson & Wiederheim-Paul (2011) definierar validitet som ett mätinstruments förmåga att mäta det som avses att mäta. Validitet i en mätning kan också betyda en frånvaro av systematiska fel (Lundahl & Skärvad, 1999). Djurfeldt et al. (2010) menar att validiteten handlar om giltigheten i det som mäts och att god validitet innebär frånvaron av systematiska fel.

Validitet kan vidare delas upp i en inre och yttre validitet. Inre validitet syftar till sambandet mellan begrepp och de mätbara definitionerna av dem, exempelvis att begreppet kapitalstruktur beskrivs på ett lämpligt sätt. Yttre validitet anger istället hur bra ett resultat av en mätning eller en studie speglar verkligheten (Eriksson & Wiederheim-Paul, 2011).

Eftersom utformningen av studien baseras på tidigare forskning och deras beskrivningar och tolkningar av begreppet kapitalstruktur anses den inre validiteten vara hög. Detta på grund av att flertalet av de källor som använts i studien är citerade i mängder av andra studier vilket stärker styrkan av dessa källor. Huruvida den yttre validiteten är stark blir svårt att avgöra eftersom studien inte undersökt samma faktorer eller företag som tidigare studier, utan får istället lita på de statistiska samband som visar sig i resultatet. Studien bygger på data för hela populationer som uppfyller uppställda kriterier istället för urval, vilket borde tyda på en stark yttre validitet eftersom att det är hela branscher som studeras (Djurfeldt et al., 2010). Den här studiens resultat har dessutom delvis bekräftats i tidigare studier vilket stärker validiteten ytterligare.

Rosenqvist och Andrén (2006) likställer reliabilitet med tillförlitlighet. Lundahl och Skärvad (2011) definierar reliabilitet som frånvaro av systematiska fel vilket innebär att i en mätning av en god reliabilitet skall inte resultatet påverkas av vem som genomför mätningen. Vidare anger Lundahl och Skärvad att data i form av siffror kan ge ett intryck av en exakthet eller större precision än vad de utför i verkligheten. Den här studien utgörs genom bearbetning av data, en kvantitativ studie, vilket gör att reliabiliteten blir central. Insamlingen av sekundärdata från aktiebolags årsredovisningar via databasen Orbis innebär att reliabiliteten är stor, eftersom den finns tillgänglig för alla.

Studiens data består av sekundärdata, vilket kommer från siffror som företagen själva presenterar i sina årsredovisningar. Redovisningen i Sverige ses som god och det som presenteras i årsredovisningar får anses följa de lagar och direktiv som finns. Data använd i den här studien har inhämtats via datasystemet Orbis, vilket medförde stora möjligheter till insamling av stora mängder nödvändig data. Dock innebär det inte att data har insamlats direkt från dess källor, det vill säga årsredovisningarna. Författarna kan därför inte helt utesluta att fel uppkommit i presentationen av data från Orbis, som att fel siffror har införts i databasen eller att ett företag har placerats i fel bransch. För att säkerställa att de data som laddats ner från Orbis är korrekt, har författarna utfört ett antal stickprov för att se om exempelvis beräkningarna av Räntabilitet på Totalt Kapital stämmer överens med en manuell beräkning. Efter genomförda stickprov har författarna inte funnit något som tyder på att det föreligger slumpmässiga fel och detta styrker därför trovärdigheten av vår studie.

I vår studie är variablerna tydligt definierade och vilka kriterier som används för att välja ut företag är tydligt förmedlade. Detta innebär att om någon vill använda vår modell för att analysera skuldsättningsgraden skulle de komma fram till samma resultat, vilket därför stärker vår reliabilitet. Att generalisera kring skuldsättningsgraden i svenska företag efter den här studien blir svårt eftersom att alla branscher som finns inte studerats. Det går dock att dra slutsatser kring hur skuldsättningsgraden tenderar att se ut i de branscher som valts ut, vilket innebär att studien får anses vara trovärdig.

4. Empiri och analys

I följande kapitel presenteras en genomgång av studiens resultat. Inledningsvis presenteras deskriptiv statistik från populationen, därefter presenteras en korrelationsmatris innan en fördjupning sker för att förklara de utvalda faktorernas påverkan på skuldsättningsgraden. Slutligen presenteras en regressionsanalys för varje bransch och avslutningsvis en sammanfattande analys av resultaten från alla regressioner.

Ytterligare analyser av åren 2005-2011 kommer inte att genomföras i denna studie. Det här beror på att några statistiskt signifikanta samband mellan år och skuldsättningsgrad inte observerats, varför författarna inte finner det intressant att gå vidare med dessa variabler i analysen.

4.1 Deskriptiv data

Nedan presenteras en modell med deskriptiv statistik som förklarar hur data för studiens population ser ut. Tabellen inkluderar variablerna skuldsättningsgrad, lönsamhet, storlek och tillväxt. Dummyvariablerna har inte inkluderats på grund av att de har värdet 1 eller 0, vilket inte resulterar i annat än 0 som minimum och 1 som maximum. I tabellen presenteras antal observationer, variablernas minimum-, maximum och medelvärde, dess standardavvikelse samt populationens skevhet.

Deskriptiv statistik							
	N	Minimum	Maximum	Medel- värde	Std. Avvikelse	Skevhet	
						Statistik	Std. Fel
Skuldsättningsgrad	21966	0,009	1999	7,684	49,126	27,019	0,017
Lönsamhet	21966	-99,290	99,080	9,408	14,320	0,325	0,017
Storlek	21966	9,212	19,245	11,241	1,308	1,612	0,017
Tillväxt	18828	-0,998	265,622	0,130	1,982	127,864	0,018

Tabell 3 (Deskriptiv statistik)

Totalt har 21 966 årsredovisningar studerats, vilket framgår av N i tabellen. Anledningen till att tillväxt har ett mindre antal observationer är för att omsättningen mellan år har valts som bas för denna variabel. Därmed har tillväxtvariabeln ett år färre, eller 3 138 datarader färre observationer.

I tabellen är skuldsättningsgradens medelvärde 7,68 och har en standardavvikelse på 49,12. Dessa värden är en kvot, vilket i detta fall innebär hur mycket skulder företagen har i förhållandet till eget kapital. Siffrorna visar på en väldigt stor spridning, vilket troligtvis beror på att det är 3 138 företag från nio olika branscher som studerats. Skuldsättningsgraden är inte heller normalfördelad, vilket värdet i kolumnen skevhet visar. Det här beror troligtvis den stora populationen med företag som valts, där ägandet samt företagens egenskaper och förutsättningar skiljer sig.

Storleken, som beräknats med den naturliga logaritmen av företagets omsättning, har ett medelvärde på 11,24 och en standardavvikelse på 1,30. Detta är ett relativt tal, vilket

skapas för att lättare kunna jämföra företagens storlek. De små variationerna i storleken beror troligtvis på att vi använder relativa tal istället för omsättningen. Variabeln storlek är nästintill normalfördelad, vilket skevhetsvärdet visar då det är väldigt nära noll.

Variabeln för lönsamhet har räntabilitet på totalt kapital som bas. Statistiken för populationen visar att lönsamheten är väldigt spridd mellan företagen. Medelvärdet för lönsamhet är 9,40 och standardavvikelsen är 14,32. Lönsamheten mäts i procent och multipliceras med 100 för att få tal i liknande skala som övriga tal. Lönsamhet är än närmre normalfördelning än storleks-variabeln då skevhetsvärdet är 0,325.

Det framgår av tabellen att variabeln med tillväxt är skevt fördelad. Minimum-värdet för tillväxt är -0,998 medan maximum-värdet är 265,622, vilket skapar en stor spridning för en variabel som mäts i procent. Detta beror på det extremvärde som författarna har uppmärksammat i populationen. Extremvärdet beror stora skillnader i årsredovisningen för ett av populationens företag, som utmärker sig genom att omsättningen, mitt i en treårs-period skiljer sig markant från åren innan och efter. Det här visar det stora maximumvärdet i tillväxtvariabeln vilket är mycket större än variabelns medelvärde samt även skevheten i variabeln.

För att ytterligare ge läsaren en bättre bild av studiens data presenteras en tabell över respektive dummyvariabel nedan.

Dummyvariabler	N
Notering	88
Läkemedel	26
Elektronik	153
Maskintillverkning	477
Bygg	443
Livsmedel	344
Telekom	59
IT-tjänster	400
Fastigheter	293
Teknikkonsulter	943

Tabell 4 (Antal utav varje dummyvariabel)

Som presenterats i metodkapitlet ingår det totalt 88 noterade aktiebolag i denna studie. Tabellen visar även hur de 3 138 företagen fördelas över de nio valda branscherna.

4.2 Korrelation

I metodavsnittet beskrivs korrelationsmatris som ett verktyg för att visa hur de olika variablerna korrelerar med varandra. Spearmans korrelation är att föredra framför Pearsons korrelation, när data inte är normalfördelad. I genomgången av statistiken för populationen framgår det att studiens data inte är normalfördelad, vilket innebär att Spearmans korrelation kommer att användas i analysen.

Nedan presenteras en korrelationsmatris, uppbyggd på Spearmans korrelation. En korrelation mellan två variabler framgår av när de korsar varandra i tabellen. Korrelationen mellan samma variabler visar naturligt en perfekt korrelation av 1, varför de inte har presenterats i tabellen och har för tydlighetens skull angetts en annan färg. I interceptet mellan två variabler presenteras överst korrelationen och underst anges p-värdet för korrelationen. För att en korrelation skall vara statistiskt signifikant måste dess p-värde vara mindre än det uppsatta signifikanskravet på 0,05.

I korrelationsmatrisen har samtliga variabler inkluderats, det vill säga även dummyvariabeln för notering och dummyvariablerna för respektive bransch. Genom det här tillvägagångssättet kan analyser göras för hur skuldsättningsgrad, lönsamhet, storlek och tillväxt korrelerar med varje bransch och en notering för företagen. Någon korrelation mellan branscherna kommer inte att presenteras. Ett tillvägagångssätt är att ta bort eller byta ut variabler som har en för hög korrelation, då dessa tenderar att beskriva samma data. Ett annat sätt är att ta bort variabler som helt saknar korrelation med beroende variabeln, då dessa saknar korrelation med den och därmed inte kan förklara den.

Spearmans rho					
	Skuldsättnings- grad	Lönsamhet	Storlek	Tillväxt	Notering
Skuldsättnings- grad		-0,416 0,000	0,026 0,000	0,015 0,043	-0,124 0,000
Lönsamhet	-0,416 0,000		-0,023 0,001	0,263 0,000	-0,023 0,001
Storlek	0,026 0,000	-0,023 0,001		0,067 0,000	0,207 0,000
Tillväxt	0,015 0,043	0,263 0,000	0,067 0,000		0,010 0,175
Notering	-0,124 0,000	-0,023 0,001	0,207 0,000	0,010 0,175	
Läkemedel	-0,047 0,000	0,008 0,234	0,054 0,000	-0,001 0,847	0,134 0,000
Elektronik	-0,125 0,000	0,042 0,000	0,036 0,000	0,012 0,101	0,150 0,000
Maskin- tillverkning	-0,148 0,000	0,044 0,000	0,032 0,000	0,008 0,271	-0,013 0,058
Bygg	0,037 0,000	0,073 0,000	-0,072 0,000	0,052 0,000	-0,047 0,000
Livsmedel	-0,019 0,005	0,011 0,099	0,035 0,000	-0,019 0,008	-0,060 0,000
Telekom	-0,015 0,026	-0,040 0,000	0,050 0,000	0,002 0,781	0,062 0,000
IT-tjänster	-0,067 0,000	0,137 0,000	-0,047 0,000	0,055 0,000	0,062 0,000
Fastigheter	0,260 0,000	-0,303 0,000	0,042 0,000	-0,099 0,000	-0,057 0,000
Teknik- konsulter	-0,061 0,000	0,153 0,000	-0,071 0,000	0,032 0,000	-0,028 0,000

Tabell 5 (Spearmans Korrelationsmatris)

Korrelationsmatrisen visar korrelationen mellan studiens variabler. Statistiskt signifikanta korrelationer mellan variabler dominerar och det är enbart ett fåtal korrelationer som inte är statistiskt signifikanta. Matrisen visar även på att det inte finns några starka korrelationer som ligger nära värdena 1 och -1. Inte heller några obefintliga korrelationer, som har värdet 0, existerar bland variablerna i studien. Detta innebär att det inte finns några anledningar till att ta bort några variabler och de utvalda variablerna används för fortsatta analyser.

Tabellen visar att korrelationen är statistisk signifikant mellan skuldsättningsgrad och samtliga övriga variabler. Det framgår att skuldsättningsgrad är negativt korrelerad med lönsamhet och notering, medan den är positivt korrelerad med storlek och tillväxt. Att skuldsättningsgraden är negativt korrelerad med notering stämmer överens med den initiala hypotesen som författarna hade, vilken innebar att noterade aktiebolag har en lägre skuldsättningsgrad på grund av deras hårda regler. Vad gäller branschtillhörighet skiljer sig resultaten åt, de flesta branscher är negativt korrelerade med skuldsättningsgraden, vilket tyder på att företag i dessa branscher karakteriseras av en lägre skuldsättningsgrad. Två branscher är positivt korrelerad med skuldsättningsgrad, bygg och fastigheter, vilket innebär att företag i dessa två branscher karakteriseras av en högre skuldsättningsgrad.

Det framgår av tabellen att lönsamhet är negativt korrelerat med storlek och notering, medan en positiv korrelation finns med tillväxten. Av det här går det att utläsa att större företag i populationen har varit mindre lönsamma i den undersökta tidsperioden. Detta gäller även för företag som är noterade. Att lönsamheten är positivt korrelerad med tillväxt innebär att företag som ökar sin omsättning från ett år till ett annat kommer att ha en bättre lönsamhet. Vidare visar resultatet en positiv korrelation mellan tillväxt och notering, men den här korrelationen är inte statistiskt signifikant.

Det går även att analysera de statistiskt signifikanta korrelationerna mellan respektive bransch och variablerna för lönsamhet, storlek och tillväxt. Korrelationsmatrisen visar branscherna elektroniktillverkning, maskintillverkning, bygg, IT-tjänster och teknikkonsulter har en positiv korrelation med lönsamhet under tidsperioden som visar upp en statistisk signifikans. Det här innebär att företag i dessa branscher har generellt sett varit mer lönsamma under tidsperioden 2005-2011. Samtidigt har telekom- och fastighetsbranschen en negativ korrelation med lönsamhet, vilket tyder på att dessa företag har varit mindre lönsamma.

Matrisen visar även att samtliga branscher har en statistisk signifikant korrelation till storleken, vilket utgörs av den naturliga logaritmen av omsättning. En positiv korrelation till storlek innebär att företag i dessa branscher tenderar ha en större omsättning jämfört med de branscher som har en negativ korrelation med storleken. De enda branscher som visar på en negativ korrelation till storlek är branschen med IT-tjänster, teknikkonsulter och byggbolag.

Vad gäller tillväxt är korrelationen med de utvalda branscherna inte statistisk signifikant i lika stor utsträckning. De branscher som visar upp en statistisk signifikant korrelation med tillväxt är bygg-, livsmedels-, IT-tjänste-, fastighets- och teknikkonsultbranschen. De branscher med en positiv korrelation till tillväxt är bygg, IT-tjänster och teknikkonsulter, vilket tyder på att dessa branscher haft en större tillväxt under tidsperioden än genomsnittet. De branscher som har en negativ korrelation till tillväxten är livsmedel och fastigheter, vilka i sin tur haft en mindre tillväxt under tidsperioden än genomsnittet.

4.3 Regressionsmodellens resultat

För att förklara i vilken omfattning de utvalda faktorerna påverkar företagens skuldsättningsgrad har en multipel regressionsanalys använts. Skuldsättningsgraden antas vara den beroende variabeln i analysen, samtidigt som de utvalda faktorerna utgjort oberoende variabler. Studien har även inkluderat faktorer såsom huruvida ett företag är noterat eller inte samt i vilken av de utvalda branscherna som ett företag är verksamt i. De här faktorerna har fått utgöra varsin dummyvariabel. Nedan presenteras data från regressionsanalysen, där samtliga variabler inkluderats.

Modell Sammanfattning				
Modell	R	R ²	Just. R ²	Medelfel i skattningen
1	0,115	0,013	0,013	42,17098417

Tabell 6 (Förklaringsstabell regressionsmodellen)

Regressionsanalysen av modellen visar att både determinationskoefficienten och den justerade determinationskoefficienten har ett värde av 0,013. I metodavsnittet förklarar författarna att avsikten inte var att finna en perfekt modell utan istället hitta en modell som kan användas för att förklara hur de oberoende variablerna påverkar skuldsättningsgraden i företagen. Därför har inte determinationskoefficienten någon större betydelse i detta fall, utan det är hur de oberoende variablerna påverkar skuldsättningsgraden i modellen som är centralt för studien.

Nedan presenteras samtliga variabler i den multipla regressionsanalysen och dess signifikans. Först i ordningen kommer studiens huvudvariabler; lönsamhet, storlek och tillväxt. Efter dessa följer samtliga dummyvariabler.

Koefficienterna						
Modell		Ostandardiserade Koefficienter		Standardiserade Koefficienter	t	Sign.
		B	Std. Fel	Beta		
1	Konstant	16,072	2,891		5,559	0,000
	Lönsamhet	-0,245	0,022	-0,082	-11,008	0,000
	Storlek	-0,350	0,253	-0,011	-1,385	0,166
	Tillväxt	0,201	0,155	0,009	1,295	0,195
	Notering	-6,909	2,019	-0,027	-3,422	0,001
	Läkemedel	3,988	3,463	0,009	1,152	0,249
	Elektronik	-5,621	1,529	-0,029	-3,676	0,000
	Maskin	-5,459	0,975	-0,046	-5,599	0,000
	Byggbolag	-4,601	1,003	-0,038	-4,589	0,000
	Livsmedel	-3,961	1,090	-0,029	-3,634	0,000
	Telekom	9,635	2,326	0,031	4,143	0,000
	IT-tjänster	-1,710	1,055	-0,013	-1,620	0,105
	Teknikkonsulter	-3,174	1,180	-0,022	-2,690	0,007

Tabell 7 (Undersökt beroende variabel – skuldsättningsgrad)

Resultatet från regressionsanalysen visar att det finns ett negativt statistiskt signifikant samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgrad samt mellan notering och skuldsättningsgrad. Bägge dessa har ett negativt samband till skuldsättningsgrad vilket innebär att företag med bättre lönsamhet tenderar att ha lägre skuldsättningsgrad än företag med sämre lönsamhet. Det negativa sambandet mellan notering och skuldsättningsgrad innebär att noterade företag har lägre skuldsättningsgrad än onoterade aktiebolag, vilket med största sannolikhet beror på de hårda kraven som ställs på ett noterat företag och det spridda ägandet vilket ökar tillgången nytt kapital.

Konstanten som bildas i regressionsmodellen har ett stort värde, vilket innebär att det troligtvis finns ytterligare faktorer som kan hjälpa till att förklara skuldsättningsgraden.

Variabler för branscher visar vitt skilda resultat, vilket stärker uppfattningen om att det är ett komplext och dynamiskt område. SPSS har uteslutit dummyvariabeln tillägnad fastighetsbranschen då den saknade signifikans eftersom värdet var 1. Detta resultat kan tydas som att branschtillhörigheter inte kan förklara förändringar i skuldsättningsgraden för företagen ur ett statistiskt säkerställt perspektiv. Variablerna för branscherna elektronik tillverkning, maskintillverkning, byggnadsuppförande, livsmedel och teknik konsulter visar alla statistisk signifikans och har ett negativt samband till skuldsättningsgrad. Det här tyder på att företag i dessa branscher har en lägre skuldsättningsgrad.

Vid en regressionsanalys av hela populationen utan hänsyn till vilken bransch företagen verkar i, ger följande resultat:

Koefficienterna							
Modell	N	Ostandardiserade Koefficienter		Standardiserade Koefficienter		t	Sign.
		B	Std. Fel	Beta			
1	Konstant		12,417	2,830		4,387	0,000
	Lönsamhet	21966	-0,271	0,021	-0,0920	-12,633	0,000
	Storlek	21966	-0,225	0,250	-0,0070	-0,899	0,369
	Tillväxt	18828	0,205	0,156	0,0100	1,315	0,188
	Notering	21966	-6,675	1,973	-0,0260	-3,383	0,001
	R^2		0,009				
	Antal noterade		88				

Tabell 8 (Undersökt beroende variabel – skuldsättningsgrad)

Vid en regressionsanalys av all data exklusive dummyvariabler för bransch blir resultatet detsamma som analysen inklusive dummyvariabler. Den enda förändringen värd att noteras är determinationskoefficienten, som blir mindre vilket stärker tesen om att det är ett komplex och dynamiskt forskningsområde ytterligare. En minskning av R^2 tyder på att det krävs fler faktorer för att förklara skuldsättningsgraden. På grund av det stora urvalet i studien är skillnaderna i skuldsättningsgrad mellan företagen stor, vilket standardavvikelseerna tyder på. En av anledningarna kan vara att skillnaderna mellan branscherna är alldeles för stor på grund av branschernas vitt skilda egenskaper. Därför har författarna valt att göra en regressionsanalys för varje bransch för att se tendenser inom dessa och senare även jämföra med övriga branscher.

4.4 Branschresultat

I följande avsnitt kommer de utvalda faktorerna; lönsamhet, storlek, tillväxt och notering att analyseras för respektive bransch. Detta har undersökts för att se hur faktorerna skiljer sig åt mellan branscher jämfört med hela populationen och om det går att dra några generella slutsatser utifrån resultaten. Även determinationskoefficienten för respektive bransch kommer att presenteras. Analyser av branscherna kommer att presenteras i följande ordning: läkemedel, elektronik tillverkning, maskintillverkning, bygg, livsmedel, telekom, IT-tjänster, teknikkonsulter och sist fastigheter.

Läkemedelsbranschen

Den första branschen som analyseras är läkemedelsbranschen. En aspekt som utmärker läkemedelsbranschen i denna studie är att populationen är betydligt mindre än övriga branscher, med totalt 26 aktiebolag varav sju noterade. Läkemedelsbranschen var en utav tre branscher vars dummyvariabel för bransch inte var signifikant.

Koefficienterna							
Modell	N	Ostandardiserade Koefficienter		Standardiserade Koefficienter	t	Sign.	
		B	Std. Fel	Beta			
1	Konstant		13,616	16,783		0,811	0,418
	Lönsamhet	182	-0,037	0,170	-0,210	-0,218	0,827
	Storlek	182	0,18	1,351	0,011	0,134	0,894
	Tillväxt	156	1,032	3,088	0,028	0,334	0,739
	Notering	182	-15,076	7,532	-0,199	-2,002	0,047
	R^2		0,033				
	Antal noterade		7				

Tabell 9 (Undersökt beroende variabel – skuldsättningsgrad)

Resultatet från regressionsanalysen visar att lönsamhet och notering har en negativ påverkan på skuldsättningsgraden, medan storlek och tillväxt visar positiva samband. Det är dock endast notering som visar statistisk signifikanta resultat i tabellen ovan. Noterade läkemedelsbolag visar tendenser på lägre skuldsättningsgrad än läkemedelsbolag som inte är noterade. Tabellvärdena visar att utvalda variabler saknar signifikans för läkemedelsbranschen, vilket kan betyda att de inte är lämpliga faktorer att analysera denna bransch. Det kan istället finnas andra faktorer, som inte analyseras här, som påverkar valet av kapitalstruktur i läkemedelsbranschen.

Elektroniktillverkningsbranschen

Elektronikbranschen utgör den tredje minsta populationen i denna studie, med totalt 153 aktiebolag varav 21 noterade. Dummyvariabeln för elektroniktillverkningsbranschen var signifikant i den stora regressionen och resultatet pekar på att företag i denna bransch har en lägre skuldsättningsgrad än i övriga branscher.

Koefficienterna							
Modell	N	Ostandardiserade Koefficienter		Standardiserade Koefficienter	t	Sign.	
		B	Std. Fel	Beta			
1	Konstant		3,984	2,346		1,698	0,090
	Lönsamhet	1071	-0,117	0,018	-0,217	-6,477	0,000
	Storlek	1071	0,017	0,206	0,003	0,085	0,933
	Tillväxt	918	1,769	0,551	0,105	3,212	0,001
	Notering	1071	-3,101	0,956	-0,118	-3,246	0,001
	R^2		0,053				
	Antal noterade		21				

Tabell 10 (Undersökt beroende variabel – skuldsättningsgrad)

Till skillnad från läkemedelsbranschen visar fler utav variablerna statistisk signifikans. Det är enbart storlek, vars koefficient är positiv i modellen, som saknar statistisk signifikans. Företag med hög lönsamhet i elektroniktillverkningsbranschen har lägre skuldsättningsgrad, medan företag med stor tillväxt har högre skuldsättningsgrad.

Dessutom visar tabellen att företag som är noterade har lägre skuldsättningsgrad än företag som är onoterade.

Maskintillverkningsbranschen

Maskintillverkningsbranschen är den näst största populationen, med 477 aktiebolag varav 11 noterade. Dummyvariabeln för denna bransch var signifikant i den stora regressionsanalysen och resultatet pekar på att företag som tillverkar maskiner har lägre skuldsättningsgrad än andra branscher.

Koefficienterna							
Modell	N	Ostandardiserade Koefficienter		Standardiserade Koefficienter	t	Sign.	
		B	Std. Fel	Beta			
1	Konstant		-4,690	4,278		-1,096	0,273
	Lönsamhet	3339	-0,191	0,034	-0,110	-5,598	0,000
	Storlek	3339	0,924	0,378	0,049	2,442	0,150
	Tillväxt	2862	2,648	1,563	0,033	1,694	0,090
	Notering	3339	-6,962	3,556	-0,039	-1,958	0,050
	R^2		0,012				
	Antal noterade		11				

Tabell 11 (Undersökt beroende variabel – skuldsättningsgrad)

Tabellen ovan visar att ju större företag, desto högre skuldsättning och att företag med stor tillväxt lånar mer pengar. Dessa variabler saknar dock statistisk signifikans och visar bara tendenser på att detta stämmer. Tabellen visar däremot att lönsamhet och notering har statistiskt signifikanta samband med skuldsättningsgrad vilket betyder att mer lönsamma företag har lägre skuldsättningsgrad än mindre lönsamma företag. Dessa samband visar även att noterade företag i maskintillverkningsbranschen har lägre skuldsättningsgrad än onoterade företag.

Byggbolagsbransch

Branschen med byggbolag är en av de större populationerna i denna studie. Totalt ingår 443 aktiebolag i branschens population, varav fyra är noterade. Resultatet från den stora regressionsanalysen tyder på att företag i denna bransch har lägre skuldsättningsgrad än vissa andra branscher då dummyvariabeln visade på ett negativt statistiskt signifikant samband med skuldsättningsgrad.

Koefficienterna							
Modell	N	Ostandardiserade Koefficienter		Standardiserade Koefficienter	t	Sign.	
		B	Std. Fel	Beta			
1	Konstant		-15,380	2,558		-6,013	0,000
	Lönsamhet	3101	-0,226	0,021	-0,203	-10,731	0,000
	Storlek	3101	2,041	0,230	0,193	8,859	0,000
	Tillväxt	2658	1,468	0,605	0,046	2,425	0,015
	Notering	3101	-15,805	2,997	-0,114	-5,250	0,000
	R^2		0,072				
	Antal noterade		4				

Tabell 12 (Undersökt beroende variabel – skuldsättningsgrad)

Noterbart för regressionsanalysen utav branschen med byggbolag är att alla variabler är signifikanta, då samtliga har ett p-värde lägre än 0,05. Det innebär att slutsatser kan dras från samtliga utvalda variabler. Resultaten visar att företag med hög lönsamhet har lägre skuldsättningsgrad än mindre lönsamma företag samt att noterade företag skuldsätter sig mindre än onoterade företag. Dessa samband stämmer överens med vad som visade sig i regressionsanalysen för alla branscher, där enda skillnaden är att denna bransch istället har ett positivt samband med storlek. Att skuldsättningsgraden ökar med större storlek bland byggbolagen skulle kunna förklaras med att det oftare är större byggbolag som får ansvar för större byggprojekt vilket kräver mer kapital. Byggbolag har här, likt den stora regressionen, även ett positivt samband mellan tillväxt och skuldsättningsgrad vilket innebär att ju större tillväxt desto mer skuldsätter sig företagen.

Livsmedelsbranschen

Branschen med livsmedelsbolag innehåller 344 aktiebolag och är den enda branschen i studien som saknar noterade aktiebolag. Variabeln för livsmedelsbranschen visade ett negativt samband med skuldsättningsgrad, vilket innebär att företag i denna bransch tenderar ha lägre skuldsättningsgrad än företag i vissa andra branscher.

Koefficienterna							
Modell	N	Ostandardiserade Koefficienter		Standardiserade Koefficienter	t	Sign.	
		B	Std. Fel	Beta			
1	Konstant		17,506	10,036		1,744	0,081
	Lönsamhet	2408	-0,385	0,088	-0,097	-4,367	0,000
	Storlek	2408	-0,728	0,833	-0,018	-0,824	0,410
	Tillväxt	2064	2,638	4,181	0,014	0,631	0,528
	Notering	2408					
	R^2		0,010				
	Antal noterade		0				

Tabell 13 (Undersökt beroende variabel – skuldsättningsgrad)

Som illustrerats i grå ton saknas variabeln notering, då noterade aktiebolag saknas i branschen går det därför inte att analysera detta. Storleken har ett negativt och tillväxten ett positivt samband med skuldsättningsgraden. De här variablerna är dock inte signifikanta och signifikansnivån är långt ifrån 0,05. Den enda variabeln som är statistiskt signifikant i livsmedelsbranschen är lönsamhet, som har ett positivt samband med skuldsättningsgrad.

Telekombranschen

Regressionsanalysen för alla branscher visade att telekombranschen, som enda bransch, har ett positivt samband med skuldsättningsgrad, vilket tyder på att företag inom denna bransch har högre skuldsättningsgrad än övriga branscher. Totalt ingår 59 aktiebolag i populationen av telekombolag varav sex utav dem är noterade.

Koefficienterna							
Modell	N	Ostandardiserade Koefficienter		Standardiserade Koefficienter	t	Sign.	
		B	Std. Fel	Beta			
1	Konstant		7,706	40,227		0,192	0,848
	Lönsamhet	413	-0,789	0,379	-0,111	-2,081	0,038
	Storlek	413	1,686	3,281	0,029	0,514	0,608
	Tillväxt	354	-18,211	24,193	-0,040	-0,753	0,452
	Notering	413	-30,373	24,863	-0,069	-1,222	0,223
	R^2		0,017				
	Antal noterade		6				

Tabell 14 (Undersökt beroende variabel – skuldsättningsgrad)

Tabellen ovan presenterar stora negativa samband mellan tillväxt och skuldsättningsgrad samt notering och skuldsättningsgrad. Dessa variabler visar dock inte på en statistisk säkerställd signifikans och kan därmed inte användas till annat än indikatorer på hur de korrelerar. Den enda statistiskt säkerställda variabeln i den här branschen är lönsamhet och den har ett negativt samband med skuldsättningsgrad. Det här innebär med att ju mer lönsamt ett företag är, desto lägre skuldsättningsgrad tenderar företaget att ha.

IT-tjänstebranschen

I IT-tjänstebranschen ingår det 400 aktiebolag varav 22 noterade. I stora regressionsanalysen fann författarna ingen statistisk signifikans för branschvariabeln. Det tyder på att det inte finns några samband med hur företag inom IT-tjänstebranschen skuldsätter sig.

Koefficienterna							
Modell	N	Ostandardiserade Koefficienter		Standardiserade Koefficienter	t	Sign.	
		B	Std. Fel	Beta			
1	Konstant		15,239	7,187		2,120	0,034
	Lönsamhet	2800	-0,194	0,041	-0,097	-4,719	0,000
	Storlek	2800	-0,486	0,639	-0,016	-0,761	0,447
	Tillväxt	2400	-0,743	1,966	-0,008	-0,378	0,705
	Notering	2800	-5,839	3,593	-0,035	-1,625	0,104
	R^2		0,011				
	Antal noterade		22				

Tabell 15 (Undersökt beroende variabel – skuldsättningsgrad)

Ovanstående tabell visar ett negativt samband mellan samtliga variabler och skuldsättningsgraden. Dock är det en enda variabel som är statistisk signifikant och det är lönsamhet med ett p-värde på 0,000. Det här innebär att lönsamma företag har lägre skuldsättningsgrad än mindre lönsamma företag. Övriga variabler saknar statistisk signifikans och används endast som indikatorer på hur de korrelerar med skuldsättningsgrad.

Teknikkonsultbranschen

Branschen för teknikkonsultbolag består i denna studie utav totalt 294 aktiebolag, varav fyra är noterade. I den första regressionsanalysen visade variabeln för teknikkonsultbranschen upp ett signifikant negativt samband med skuldsättningsgraden, vilket innebär att företag i denna bransch tenderar ha en lägre grad av skuldsättning.

Koefficienterna							
Modell	N	Ostandardiserade Koefficienter		Standardiserade Koefficienter	t	Sign.	
		B	Std. Fel	Beta			
1	Konstant		13,454	6,173		2,180	0,029
	Lönsamhet	2051	-0,207	0,034	-0,147	-6,147	0,000
	Storlek	2051	-0,481	0,554	-0,022	-0,868	0,385
	Tillväxt	1758	1,845	0,851	0,052	2,169	0,030
	Notering	2051	-3,304	5,324	-0,016	-0,620	0,535
	R^2		0,053				
	Antal noterade		4				

Tabell 16 (Undersökt beroende variabel – skuldsättningsgrad)

Ovan illustreras att alla variabler, med undantag för tillväxt, visar upp ett negativt samband med skuldsättningsgraden. Lönsamhet och tillväxt visar upp statistisk signifikanta samband och har negativt respektive positivt samband med skuldsättningsgrad. Övriga två variabler visar ingen statistisk signifikans.

Fastighetsbranschen

Fastighetsbranschen är den enskilt största branschen i populationen och totalt uppgår dessa till 943 aktiebolag, vilket är mer än dubbla antalet företag jämfört med näst största. I populationen är 13 av företagen noterade. Tidigare i empiriavsnittet nämnde författarna att SPSS exkluderade variabeln för fastighetsbolag på grund av att den hade högsta möjliga p-värde, vilket innebär att det inte finns något som helst samband med fastighetsbranschen och skuldsättningsgrad. Trolig förklaring till detta resultat är skillnaden i storlek mellan minsta och största företagen i urvalet.

Koefficienterna							
Modell	N	Ostandardiserade Koefficienter		Standardiserade Koefficienter	t	Sign.	
		B	Std. Fel	Beta			
1	Konstant		47,287	7,238		6,534	0,000
	Lönsamhet	6601	-0,400	0,078	-0,068	-5,107	0,000
	Storlek	6601	-3,064	0,641	-0,066	-4,782	0,000
	Tillväxt	5658	0,207	0,195	0,014	1,063	0,288
	Notering	6601	-0,819	6,170	-0,002	-0,133	0,894
	R^2		0,009				
	Antal noterade		13				

Tabell 17 (Undersökt beroende variabel – skuldsättningsgrad)

Tabellen ovan illustrerar ett positivt samband mellan tillväxt och skuldsättningsgrad samt ett negativt samband mellan notering och skuldsättningsgrad, dock saknar dessa två variabler statistisk signifikans. Lönsamhet och storlek har båda ett negativt statistiskt signifikant samband med skuldsättningsgrad. Sambandet mellan lönsamhet och skuldsättningsgrad innebär att ju mer lönsamt ett företag är desto lägre skuldsättningsgrad har det, medan sambandet mellan storlek och skuldsättningsgrad innebär att ju större ett företag är desto lägre skuldsättningsgrad har det.

4.5 Sammanfattande analys

Variablernas resultat per bransch					
Lönsamhet			Storlek		
Bransch	B	Sign.	Bransch	B	Sign.
Läkemedel	-0,04	0,827	Läkemedel	0,18	0,894
Elektronik	-0,12	0,000	Elektronik	0,02	0,933
Maskintillverkning	-0,19	0,000	Maskintillverkning	0,92	0,150
Byggbolag	-0,23	0,000	Byggbolag	2,04	0,000
Livsmedel	-0,39	0,000	Livsmedel	-0,73	0,410
Telekom	-0,79	0,038	Telekom	1,69	0,608
IT-Tjänster	-0,19	0,000	IT-Tjänster	-0,49	0,447
Teknikkonsulter	-0,21	0,000	Teknikkonsulter	-0,48	0,390
Fastighetsbolag	-0,40	0,000	Fastighetsbolag	-3,06	0,000
Tillväxt			Notering		
Bransch	B	Sign.	Bransch	B	Sign.
Läkemedel	1,03	0,739	Läkemedel	-15,1	0,047
Elektronik	1,77	0,001	Elektronik	-3,10	0,001
Maskintillverkning	2,65	0,090	Maskintillverkning	-6,96	0,050
Byggbolag	1,47	0,015	Byggbolag	-15,8	0,000
Livsmedel	2,64	0,528	Livsmedel		
Telekom	-18,2	0,452	Telekom	-30,4	0,452
IT-Tjänster	-0,74	0,705	IT-Tjänster	-5,84	0,705
Teknikkonsulter	1,85	0,030	Teknikkonsulter	-3,30	0,030
Fastighetsbolag	0,21	0,288	Fastighetsbolag	-0,82	0,288

Tabell 18 (Undersökt beroende variabel – skuldsättningsgrad)

Resultaten från branschregressionerna visar att lönsamhet påverkar skuldsättningsgraden negativt i samtliga branscher. Tidigare studier har funnit blandade resultat gällande om det är ett negativt eller positivt samband, där merparten av de studier författarna läst har funnit ett negativt samband (eg. Huang & Song, 2006; Talberg et al., 2008; Frank & Goyal, 2009). Bland studier om SMEs har även dessa funnit ett negativt samband (Chittenden et al., 1996; Michaelas et al., 1999; López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008). Ett negativt samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgrad beror troligtvis på att företag i tillväxt första hand väljer att använda egengenererade vinster, vilket stämmer överens med pecking order theory (Myers, 1984).

Tidigare studier om SMEs har visat ett positivt samband mellan storlek och skuldsättningsgrad (Chittenden et al., 1996; Michaelas et al., 1999). Dock skriver López-Gracia & Sogorb-Mira (2008) att större företag väntas ha ett negativt samband med skuldsättningsgraden eftersom dessa stöter på mindre informationskostnader och kan erhålla större intern finansiering. Författarna har funnit att fyra branscher visar ett negativt samband och att resterande fem visar ett positivt samband, varav det är totalt två av dessa nio branscher som det finns statistisk signifikans och ytterligare en med relativt lågt p-värde.

Variabeln tillväxt har i sju av nio branscher en positiv konstant och påverkar således skuldsättningsgraden genom att med större tillväxt, desto högre är skuldsättningsgraden. Dock är det endast tre av dessa branscher som uppvisar ett statistiskt signifikant samband samt två branscher där p-värdet är tillräckligt lågt för att kunna se tendenser i variabeln. Detta stämmer överens med vissa tidigare studier (Rajan & Zingales, 1995; Michaelas et al., 1999). Det positiva sambandet skulle kunna förklaras av att det är på grund av svårigheterna för mindre företag att erhålla interna eller externa resurser annat än bankkredit som leder till sambandet (Michaelas et al., 1999).

Studiens fjärde oberoende variabel, om ett företag är noterat på aktiemarknad eller inte, visar upp statistisk signifikans i fem av åtta branscher. I alla åtta branscher visar den upp ett negativt samband med skuldsättningsgrad. Detta innebär att de noterade företagen har lägre skuldsättningsgrad än företag som inte är noterade, vilket skulle kunna förklaras av de regler som dessa företag tvingas följa för att få vara noterade på exempelvis NASDAX OMX Stockholm. På grund av dessa regler slipper företagen troligtvis de övervakningskostnader som uppstår till följd av agent-teorin (Jensen, 1986). Dessutom är det lättare att skaffa större mängd nytt kapital genom nyemission eftersom de får rikta sig mot allmänheten till skillnad från privata aktiebolag som inte får marknadsföra detta i tidningar eller dylikt. Enligt pecking order theory är emission av nya aktier sista utvägen i hur företagen väljer att finansiera sig (Myers, 1984).

I denna studie har det funnits en rad statistiskt signifikanta samband mellan branschtillhörighet och skuldsättningsgrad. I fem branscher utav nio visar tabellen från regressionsanalysen p-värden på 0,000, vilket innebär att branschtillhörigheten har betydelse för skuldsättningsgraden. Samtidigt visar statistiska resultat tendenser till att skuldsättningsgraden är lägre i vissa branscher och högre i andra. Samma slutsatser kring branschtillhörighetens betydelse för kapitalstrukturen har tidigare forskning visat (eg. Michaels et al., 1999; Huang & Song, 2006) Regressionsanalysen resulterade i att vissa branschers samband med skuldsättningsgraden inte är statistiskt signifikant. Detta borde innebära att ett företag som verkar i dessa branscher inte påverkas nämnvärt av detta, vilket är något som även förekom i Harris & Ravivs (1991) studie.

Sammanställning utvalda branscher												
Variabel	Läkemedel				Elektronik				Maskintillv.			
	B	Std. Av	t	Sign.	B	Std. Av	t	Sign.	B	Std. Av	t	Sign.
Konstant	13,6	16,783	0,81	0,418	3,98	2,346	1,70	0,090	-4,69	4,278	-1,10	0,273
Lönsamhet	-0,04	0,170	-0,22	0,827	-0,12	0,018	-6,48	0,000	-0,19	0,034	-5,60	0,000
Storlek	0,18	1,351	0,13	0,894	0,02	0,206	0,09	0,933	0,92	0,378	2,44	0,150
Tillväxt	1,03	3,088	0,33	0,739	1,77	0,551	3,21	0,001	2,65	1,563	1,69	0,090
Notering	-15,1	7,532	-2,00	0,047	-3,10	0,956	-3,25	0,001	-6,96	3,556	-1,96	0,050
R ²	0,033				0,053				0,012			
Justerad R ²	0,008				0,049				0,011			
Variabel	Byggbolag				Livsmedel				Telekom			
	B	Std. Av	t	Sign.	B	Std. Av	t	Sign.	B	Std. Av	t	Sign.
Konstant	-15,4	2,558	-6,01	0,000	17,5	10,04	1,74	0,081	7,71	40,23	0,19	0,848
Lönsamhet	-0,23	0,021	-10,73	0,000	-0,39	0,088	-4,37	0,000	-0,79	0,379	-2,08	0,038
Storlek	2,04	0,230	8,86	0,000	-0,73	0,833	-0,82	0,410	1,69	3,281	0,51	0,608
Tillväxt	1,47	0,605	2,43	0,015	2,64	4,181	0,63	0,528	-18,2	24,19	-0,75	0,452
Notering	-15,8	2,997	-5,25	0,000					-30,4	24,86	-1,22	0,223
R ²	0,072				0,010				0,017			
Justerad R ²	0,070				0,008				0,006			
Variabel	IT-Tjänster				Teknikkonsulter				Fastighetsbolag			
	B	Std. Av	t	Sign.	B	Std. Av	t	Sign.	B	Std. Av	t	Sign.
Konstant	15,2	7,187	2,12	0,034	13,45	6,173	2,18	0,029	47,29	7,238	6,53	0,000
Lönsamhet	-0,19	0,041	-4,72	0,000	-0,21	0,034	-6,15	0,000	-0,40	0,078	-5,11	0,000
Storlek	-0,49	0,639	-0,76	0,447	-0,48	0,554	-0,87	0,385	-3,06	0,641	-4,78	0,000
Tillväxt	-0,74	1,966	-0,38	0,705	1,85	0,851	2,17	0,030	0,21	0,195	1,06	0,288
Notering	-5,84	3,593	-1,63	0,104	-3,30	5,324	-0,62	0,535	-0,82	6,170	-0,13	0,894
R ²	0,011				0,053				0,009			
Justerad R ²	0,009				0,051				0,008			

Tabell 19 (Undersökt beroende variabel – skuldsättningsgrad)

I metodavsnittet beskrevs determinationskoefficienten, R^2 , som ett mått på hur variationer i den beroende variabeln förklaras av modellen, det vill säga hur de utvalda variablerna förklarar skuldsättningsgrad. Det går att diskutera varför detta värde är lågt och varför det skiljer sig mellan branscher. En förklaring till varför determinationskoefficienten i samtliga regressioner är relativt låg beror troligen på att kapitalstruktur är ett väldigt komplext område som kan förklaras av en rad olika faktorer. I denna studie har ett antal i raden av faktorer som påverkar kapitalstruktur valts ut. I tidigare studier finns det ytterligare faktorer som till exempel företagsrisk, tillgångsstruktur, kassaflöde för att nämna några som kan förklara den beroende variabeln.

Som illustreras i tabellen ovan skiljer sig determinationskoefficienten för respektive branschs regressionsanalys, med andra ord hur modellen förklarar skuldsättningsgraden i branscherna. En förklaring som författarna har i analysen av detta område är att majoriteten av branscherna har väldigt stora populationer och att siffrorna i företagens årsredovisningar skiljer sig mycket åt. Det som talar emot denna förklaring är att även läkemedelsbranschen, som har relativt liten population på 26

företag, har en låg determinationskoefficient på 0,033. Det utesluter dock inte att variationerna i denna bransch kan vara hög mellan olika företag.

En annan förklaring är att de faktorer som författarna valt ut som oberoende variabler för att försöka förklara skuldsättningsgraden i företag inte alls är lämpliga, utan istället finns det helt andra variabler som styr kapitalstrukturen. Detta går både att diskutera för och emot. Om läkemedelsbranschen åter igen används som exempel illustrerar tabellen ovan att ingen utav de utvalda variablerna är statistiskt signifikanta bortsett från notering som har ett negativt samband. Harris & Raviv (1991) talar om att tidigare forskning funnit en rad variabler med potential för att förklara skuldsättningsgraden, men att de brister i vilka situationer som dessa kan tänkas förklara. I läkemedelsbranschen finns det därför troligtvis en del andra faktorer som bättre förklarar skuldsättningsgraden.

Den branschen med lägst determinationskoefficient är fastighetsbolagsbranschen, vilket är den bransch som har störst population i studien. R^2 i denna bransch antar värdet 0,009 och tyder på att regressionsmodellen för branschen kan vara bristfällig. Samtidigt är två av fyra variabler för branschen statistiskt signifikanta, vilket betyder att det troligtvis är fler variabler snarare än helt andra variabler som förklarar skuldsättningsgraden i denna bransch.

Byggbolagsbranschen är den bransch som visar upp den högsta determinationskoefficienten av branscherna med ett R^2 -värde på 0,072. Efter byggbolagsbranschen kommer elektronik tillverkningsbranschen och teknikkonsultbranschen med ett R^2 -värde på 0,053. Detta innebär troligtvis att modellen förklarar företagets skuldsättningsgrad i dessa tre branscher bäst, trots att två variabler i elektronik tillverknings- och teknikkonsultsbranschen inte är statistiskt signifikanta. Samtliga variabler i byggbolagsbranschen är statistiskt signifikanta, vilket förklarar denna bransch bäst av utvalda branscher. Dock är konstantens b-värde i byggbolagsbranschen stor, vilket innebär att det troligtvis finns fler variabler som kan ge förklaring till skuldsättningsgraden i branschen. I övriga branscher är det en till tre variabler som visar statistisk signifikans, vilket gör att det troligtvis finns ännu fler variabler som skulle kunna förklara skuldsättningsgraden här.

Tidigare studier har även utrett huruvida till exempel affärsrisk, skatteskölden, tillgångsstruktur och kassaflöde påverkar företagets skuldsättningsgrad (eg. Titman & Wessels, 1988; Harris & Raviv, 1991; Michaelas et al., 1999). På grund av att det är ett komplext område skulle infogandet av fler förklarande variabler kunna leda till att modellen får ett högre R^2 -värde. Som nämndes tidigare har inte syftet varit att få en bra förklarande modell, utan istället försöka se vilken påverkan som de utvalda faktorerna har.

5. Slutsats

5.1 Slutsats

I detta avsnitt skall de frågor som presenterades i inledningen av studien att besvaras och slutsatser av studien att presenteras. Slutligen kommer ett kortare avsnitt om förslag till ytterligare studier att presenteras.

Studiens syfte var att analysera utvalda faktorer påverkan på skuldsättningsgraden hos svenska aktiebolag. Huvudfrågan i denna studie löd därför: *"Hur påverkar utvalda faktorer företagets kapitalstruktur?"*

De utvalda faktorer som studerats och analyserats är lönsamhet, storlek och tillväxt. I en regressionsmodell för samtliga företag visar resultatet att endast en av studiens variabler, lönsamhet, är statistiskt signifikant. Trots att det saknas ett statistisk signifikant samband för storlek och tillväxt med skuldsättningsgraden, kan resultatet användas för att illustrera ett troligt samband mellan företagets skuldsättningsgrad och variablerna. Vidare redovisades att variablerna skiljer sig åt när varje bransch studeras separat. Lönsamhet visade ett negativt statistiskt signifikant samband till skuldsättningsgraden i alla branscher utom en, vilket även visade sig i regressionen för samtliga företag. Resultatet från vår studie stärker bilden av att det är ett komplext område, eftersom övriga variabler skiljer sig åt mellan branscherna. De faktorer som i tidigare studier ofta visat typiska samband med skuldsättningsgrad kan inte bekräftas i vår studie, vilket tyder på att skuldsättningsgraden skiljer sig markant mellan olika branscher och länder.

Vidare var syftet att se om utvalda faktorer skiljer sig åt beroende på vilken bransch företaget tillhör. Första delfrågan löd därför: *"I vilken omfattning påverkar företagets branschtillhörighet dess kapitalstruktur?"*

Likt de resultat Harris & Raviv (1991) visade, finner denna studie att företags skuldsättningsgrad tenderar att se likadan ut om de verkar inom samma bransch. Resultatet visar att sex av nio branscher har betydelse för företagets skuldsättningsgrad. Det är enbart läkemedels-, IT-tjänste- och fastighetsbranschen som inte visar några statistiskt signifikanta samband med skuldsättningsgrad. En trolig förklaring till detta skulle kunna vara att vissa branscher är brett definierade, framförallt fastighetsbranschen och IT-tjänstebranschen där företag med vitt skilda verksamheter klumpats ihop. Vad gäller läkemedelsbranschen har författarna svårt att finna orsaker till varför den inte är statistiskt signifikant.

Slutligen var syftet med studien att se om utvalda faktorer skiljer sig åt mellan noterade och onoterade företag. Andra delfrågan löd därför: *"I vilken omfattning påverkar en notering företagets kapitalstruktur?"*

Resultatet från regressionen visar att en notering har ett negativt samband med skuldsättningsgraden, vilket innebär att noterade företag har en lägre skuldsättningsgrad än onoterade företag. Detta resultat visade sig även i

regressionsanalyserna för respektive bransch. Detta resultat är ingen överraskning för författarna då noterade företag har en större möjlighet att vända sig till marknaden när det finns ett behov av kapital framför att ta upp ytterligare belåning. Denna prioritering av kapital leder till en lägre skuldsättningsgrad.

Samtliga regressionsmodeller har höga värden på konstanten, vilket pekar på att de inte enbart är de utvalda faktorerna i denna studie som påverkar företagens skuldsättningsgrad. Tidigare studier har använt fler variabler i sina modeller för att försöka förklara skuldsättningsgraden, vilket i detta fall troligtvis skulle leda till ett lägre värde på konstanten. De resultat författarna har funnit styrker tidigare studiers konstaterande om att kapitalstrukturforskning är ett dynamiskt och komplext forskningsområde.

5.2 Förslag till vidare forskning

Författarna har med denna totalundersökning visat att det finns några faktorer som tyder på att det finns statistiskt signifikanta samband som kan förklara skuldsättningsgraden bland svenska företag. Studiens omfattning och resultat har därför skapat en grund för vidare akademisk forskning inom olika branscher men även bland olika storlekssegment.

Eftersom det i Sverige finns unik tillgång till data för onoterade aktiebolag har ett antal intressanta aspekter på studien dykt upp längs vägen. En aspekt är att undersöka segmentet SMEs, vilket i Sverige står för en väldigt stor del av företagen. Inom detta segment skulle en undersökning kopplade till pecking order theory och trade-off theory vara intressant för att se om det finns något stöd för dessa teorier bland svenska företag. En annan aspekt är att rikta in sig mot olika storlekssegment vilket troligtvis skulle leda till en mindre population och därför en mindre spridning av variablerna och mer önskvärt resultat.

Ett annat förslag på vidare forskning hänför sig till det faktum att vi fann ett statistiskt signifikant samband mellan skuldsättningsgrad och notering. Förslaget är att utföra en kvalitativ studie kring hur noterade företag och onoterade företag inom samma bransch ser på den långsiktiga kapitalstrukturen vilket skulle fånga upp teoretiska aspekter inom pecking order theory och trade-off theory.

Ett sista förslag på vidare forskning skulle vara att använda sig av fler variabler i regressionsmodellen för att försöka förklara skuldsättningsgraden. Detta skulle kunna bevisa huruvida författarnas hypotes om att det finns fler bakomliggande faktorer som förklarar skuldsättningsgraden är sann.

Referenslista

- Aktiespararna (2010). *Ägarstyrningspolicy – Regler*. (Elektronisk).
Tillgänglig: <<http://www.aktiespararna.se/sajt/om-oss/Agarstyrningspolicy/Regler/>>
(2013-05-27)
- Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter (2011). *Corporate Finance*. 2. uppl. Pearson Education
- Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. & Allen, Franklin (2008). 9. uppl. International Edition. McGraw-Hill
- Chittenden, Francis, Hall, Graham & Hutchinson, Patrick (1996). *Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation*. Small Business Economics. Vol. 8. 59-67
- Davidson, Bo & Patel, Runa (2003). *Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. 3. uppl. Lund: Studentlitteratur
- DeAngelo, Harry & DeAngelo, Linda (2007). *Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility*. Marshall School of Business Working Paper No. FBE 02-06
- Djurfeldt, Göran, Larsson, Rolf & Stjärnhagen, Ola (2010). *Statistisk verktygslåda – samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder*. 2. uppl. Lund: Studentlitteratur
- Eriksson, Lars T. & Wiederheim-Paul, Finn. (2011) *Att utreda forska och rapportera*. 9. uppl. Malmö: Liber
- EU-kommissionen (2012). *EU SMEs in 2012: at the crossroads – Annual report on small and medium-sized enterprises in the EU, 2011/12*. (Elektronisk).
Tillgänglig: <http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/supporting-documents/2012/annual-report_en.pdf> (2013-05-06)
- Fama, Eugene F. & French, Kenneth R. (2002). *Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt*. The Review of Financial Studies. Vol. 15. 1-33
- Frank Murray, Z & Goyal Vidhan K (2009). *Capital structure decisions: which factors are reliably important*. Financial management. Vol. 38. No. 1. 1-37
- Ghosh, Arvin, Cai, Francis & Li, Wenhui (2000). *The Determinants of Capital Structure*. American Business Review. Vol. 18. No. 2. 129-132
- Graham, John R. & Harvey, Campbell R. (2001). *The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field*. Journal of Financial Economics. Vol. 60. 187-243
- Hagberg, Andreas (2012). *Lönsamhet och finansiell flexibilitet. Rederinäringen i Sverige 1997-2006*. Göteborg: BAS

- Harris, Milton & Raviv, Artur (1991). *The Theory of Capital Structure*. The Journal of Finance. Vol. 46. No. 1. 297-355
- Hill, Carter R., Griffiths, William E & Lim, Guay C. (2012). *Principles of Econometrics*. 4. uppl. John Wiley & Sons
- Holme, Idar Magne & Solvang, Bernt Krohn (1997). *Forskningsmetodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder*. 2. uppl. Lund: Studentlitteratur
- Huang, Guihai & Song, Frank M. (2006). *The determinants of capital structure: Evidence from China*. China Economic Review. Vol. 17. 14-36
- Jensen, Michael C. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. The American Economic Review. Vol. 76. No. 2. 323-329
- Johansson, Sven-Erik & Runsten, Mikael (2005). *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt. Mål, samband och mätmetoder*. 3. uppl. Lund: Studentlitteratur
- Lind, Douglas A., Marchal, William G. & Wathen, Samuel A. (2012). *Statistical Techniques in Business & Economics*. 14. uppl. McGraw-Hill/Irwin
- López-Gracia, José & Sogorb-Mira, Francisco. (2008). *Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs*. Small Business Economics. Vol. 31. 117-136
- Lundahl, Ulf & Skärvad, Per-Hugo (1999). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. 3. uppl. Lund: Studentlitteratur
- Maurty, Benjamin C. & Pajuste, Anete (2002). *Controlling Shareholders, Agency Problems and Dividend Policy in Finland*. Liiketaloudellinen Aikakauskirja. Vol. 51. 15-45
- Michaelas, Nicos, Chittenden, Francis & Poutziouris, Panikkos (1999). *Financial Policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data*. Small Business Economics. Vol. 12. 113-130
- Modigliani, Franco & Miller, Merton H. (1963). *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. The American Economic Review. Vol. 53. 433-443
- Modigliani, Franco & Miller, Merton H. (1958). *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review. Vol. 48. 261-297.
- Murray, Frank Z. & Goyal Vidhan K. (2009). *Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?* Financial Management. Vol. 38. No 1. 1-37
- Myers, Stewart C. (1984) *The Capital Structure Puzzle*. The Journal of Finance. Vol. 39. 575-592.
- Myers, Stewart C. & Majluf, Nicholas S. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*. Journal of Financial Economics. Vol. 13. No. 2. 187-221

NasdaqOMX (2012). *Regelverk för emittenter*. (Elektronisk).

Tillgänglig:<http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/77/77308_nasdaq_omx_stockholms_regelverk_for_emittenter_2012_02_01.pdf> (2013-05-27)

Rajan, Raghuram G. & Zingales, Luigi (1995). *What do we know about capital structure? Some evidence from international data*. The Journal of Finance. Vol. 50. 1421-1460

Rosenqvist, Mia M. & Andrén, Maria (2006). *Uppsatsens Mystik – om konsten att skriva uppsats och examensarbete*. Uppsala: Hallgren och Fallgren Studieförlag AB

SFS 2005:551. *Aktiebolagslag*. Stockholm

Shyam-Sunder, Lakshmi & Myers, Stewart C. (1999). *Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure*. Journal of Financial Economics. Vol. 51. 219-244

Talberg, Magnus, Winge, Christian, Frydenberg, Stein & Westgaard, Sjur (2008). *Capital Structure Across Industries*. International Journal of the Economics of Business. Vol. 15. No. 2. 181-200

Tillväxtverket (2013). *EU:s definition av SMF / SME*. (Elektronisk)

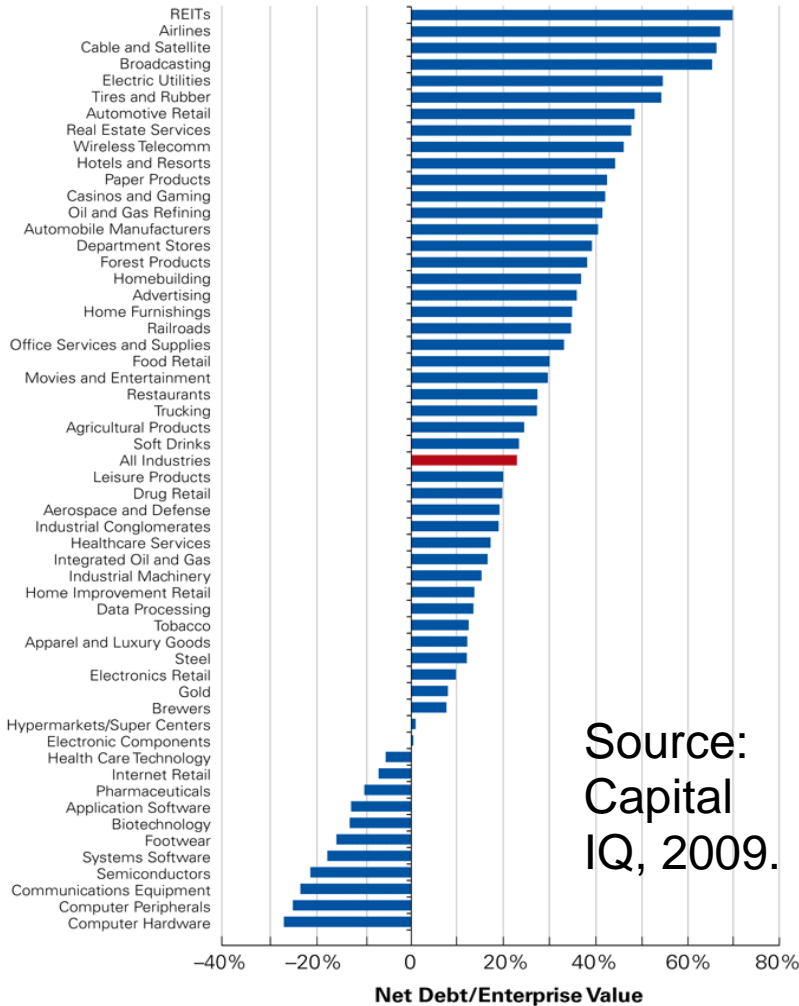
Tillgänglig:<<http://www.tillvaxtverket.se/huvudmeny/programfortillvaxt/cipeusprogramforkonkurrenskraftochinnovation/eusdefinitionavsmfsme.4.21099e4211fdb8c87b800017125.html>> (2013-05-15)

Titman, Sheridan & Wessels, Roberto (1988). *The Determinants of Capital Structure Choice*. The Journal of Finance. Vol. 43. No. 1. 1-19

Wahlgren, Lars (2012). *SPSS steg för steg*. 2. uppl. Lund: Studentlitteratur

Zingales, Luigi (2000). *In Search of New Foundations*. The Journal of Finance. Vol. 55. 1623-1653

Appendix
Appendix 1



Källa: Berk & DeMarzo (2011)