



UNIVERSITY OF GOTHENBURG

SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW

Kapitalstruktur inom Textilindustrin

En kvantitativ analys av förändringar gällande kapitalstrukturen inom fem utvalda bolag mellan år 2008 och 2018.

Kandidatuppsats
Industrial and Financial Management
Vårterminen 2019

Handledare
Gert Sandahl

Författare
Axel Karlsson-Alalahti 19950805-
Karl Persson 19961003-

Sammanfattning

Kandidatuppsats, Industrial and Financial Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Management Vårtermin-2019

Författare: Karl Persson och Axel Karlsson-Alalahti

Handledare: Gert Sandahl

Titel: Kapitalstruktur inom textilindustrin- En kvantitativ analys av förändringar gällande kapitalstrukturen inom fem olika bolag mellan år 2008 och 2018.

Bakgrund och problem: Textilindustrin står inför ett paradigmskifte där marginalerna blir mindre, och den klassiska konfektionshandeln ser idag inte likadan ut som den gjorde förr. Aktörer inom industrin måste kämpa mer för att bibehålla dess marginaler och de senaste 2 decennierna har den svenska klädindustrin i jämförelse med resten av sällanköpshandeln presterat sämre. Företag som MQ och H&M har de senaste åren uppvisat finansiella siffror där lönsamheten stagnerat eller rentav minskat. Tidigare forskning har visat att ett företags kapitalstruktur, kan ha effekt på hur dess skuldnivå ser ut. Etablerade kapitalstrukturteorier används och appliceras i hög grad av företag, men det finns utöver dessa teorier flera andra faktorer som har inverkan på hur dess skuldnivå ser ut.

Syfte: Syftet med denna studie är att ingående skildra hur kapitalstrukturen inom fem svenska textilföretag har förändrats och vad som legat till grund för dessa ändringar. I anslutning till detta är det en pilotstudie; vilket innebär att den modell som skapas skall kunna appliceras på liknande framtida studier.

Metod: Genom en kvantitativ studie har 50 olika årsredovisningar från 5 bolag inom den svenska textilbranschen analyserats. Detta har sedan varit underlag för att skapa en regressionsanalys för att hitta vilka variabler som förklarar ett företags skuldsättningsgrad bäst.

Analys: Utifrån den regressionsanalys som gjorts kan man utläsa att till högst grad är det variabeln lönsamhet som påverkar hur ett företags skuldsättningsnivå ser ut. I och med detta resultat har ännu en regressionsanalys skapats där denne variabel uteslutits vilket gav resultatet att modellen inte kan ses som signifikant.

Slutsats:Regressionsmodellen är i sin helhet statistiskt signifikant och dessutom förklaras den beroende variabeln enligt regressionsanalysen av de oberoende variablerna till en hög grad. I samband med framtida forskning vore det intressant att ta hänsyn till fler observationer över en längre tid. En insamling över en längre tidsperiod skulle också kompensera den effekt en viss trend kan ha och därmed neutralisera den insamlade data.

Nyckelord: Kapitalstruktur, skuldsättningsgrad, pecking order teorin, trade-off teorin, Sverige, textilindustrin, H&M, MQ, Ellos, Nelly, Gina tricot, pilotundersökning.

Förord

Vi vill rikta ett tack till vår handledare Gert Sandahl för bra feedback och tankar under arbets gång. Vi vill även tacka vår opponentgrupp som givit oss värdefulla synpunkter och tagit upp saker vi missat.

.....
Karl Persson

.....
Axel Karlsson-Alalahti

Göteborg 2019-06-07

Innehållsförteckning

1. Inledning	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Problemdiskussion	6
2. Teoretisk referensram	9
2.1 Generella kapitalstrukturteorier	9
2.1.1 Modigliani och Millers propositioner	9
2.1.2 Trade-off teorin	11
2.1.3 Pecking order teorin	14
2.2 Hypoteser	15
2.2.1. Hypotes 1	15
2.2.2. Hypotes 2	16
2.3 Faktorer anknutna till kapitalstruktur	16
2.3.1 Val och definiering av variabler	17
2.3.2 Variablernas förväntade utfall	18
3. Metod	19
3.1 Metodval	19
3.1.1 Forskningsdesign	20
3.1.2 Val av fallstudieföretag	20
3.1.3 Insamling och bearbetning av data	21
3.1.4 Studiens forskningskvalité	22
3.1.4.1 Reliabilitet	22
3.1.4.2 Validitet	22
3.1.4.3 Generaliserbarhet	23
3.1.4.4 Objektivitet	23
3.1.5 Litteraturgenomgång	23
3.2 Variabler och Statiska modeller	24
3.2.1 Variablernas härledning	24
3.2.2 Multipel regressionsanalys	24
3.2.3 Determinationskoefficient	26
3.2.4 Korrelationskoefficienten	27
4. Empiri och analys	28
4.1 Analys av samtliga bolagen	28
4.1.1 Beskrivande statistik	28
4.1.2 Korrelation	30
4.1.3 Resultat av regressionsmodellen	32
4.1.3.1 Extremvärden	35
4.1.4 Modifierad regressionsanalys	37
5. Slutsats	38

5.1 Slutsats	38
6. Referenser	41

1. Inledning

I följande kapitel kommer en bakgrund till ämnet presenteras och därefter en problemdiskussion följt av problemformulering och syfte.

1.1 Bakgrund

Textilindustrin är en föränderlig och komplex bransch då det finns en bred variation av organisatorisk styrning och struktur; där en kan urskilja tydliga differenser från aktör till aktör. Textilindustrin är även en bransch som arbetar notoriskt med underleverantörer där majoriteten återfinns i låglöneländer. Det produceras mycker produkter, där utbudet snabbt kan skifta beroende på vad konsumentmarknaden efterfrågar. Detta kännetecknar en typisk "Buyer-driven" bransch, vilket innebär att det är konsumenterna som har den dominanta rollen i utformningen av både vad som efterfrågas, men också hur organisationerna i mångt och mycket är uppbyggda¹.

Kläder har gått från att vara en nödvändighet, till något som människor idag använder för att uttrycka sig själva i en alltmer komplex värld. Människor använder kläder för att visa och uttrycka inkomst, ålder, social status och kön - för att synligt uppvisa den självbild man har av sig själv för andra. Därför är ett vitalt arbetsmoment för många klädföretag idag att arbeta och förutse, vad konsumenterna kommer vilja köpa i framtiden. Detta har lagt grunden för begreppet *fast fashion* vilket kortfattat påvisar att mode kontinuerligt förändras i en hög takt, resultatet av detta är att företagen producerar små kollektioner i en högre takt och till så låga kostnader som möjligt. För att snabbt kunna göra omställningar och ställa om till de nya kraven².

I dagsläget är cykeln från producent till konsument inom kläindustrin typiskt sett fragmenterade, något som inte var lika vanligt för 50 år sedan. Tidigare låg både produktionen och kontrollen på samma geografiska plats. Detta har kommit att förskjutas de

¹ *Global shift, Mapping the changing contours of the world economy, Peter Dicken 7th Edition Chapter 14 p.453.*

² *Global shift, Mapping the changing contours of the world economy, Peter Dicken 7th Edition Chapter 14 p.455*

senaste decennierna där ett globalt skifte har skett till en mer decentraliserad industri där det skett en obeveklig tillväxt av den utländska produktionen³. Däremot, ligger kontrollen av bolagen fortfarande i händerna på stora aktörer som i högst grad återfinns i den västerländska delen av världen.

I och med att kontrollen återfinns hos de stora aktörerna, kan de i stor utsträckning påverka hur underleverantörer bedriver sin verksamhet, trots att de egentligen inte har någon äganderätt i företaget. Det europeiska klädföretaget Zara lanserar i dagsläget omkring tolv kollektioner per år, en siffra som tidigare låg runt två till fyra⁴. Denna ökning har utmynnat i att de underleverantörer som företaget använder sig av, måste ha en kortare responstid och transporttid. Branschpraxis har utvecklats från att beställa få order men stora kvantiteter av kläder, till att idag beställa fler order men med mindre kvantiteter, för att sedermera beställa mer av kollektionen om den sålt bra. Detta är möjligt då ledtiderna är kortare än tidigare.

1.2 Problemdiskussion

Ser man till de två senaste decennierna, har den svenska klädindustrin presterat sämre än övriga sällanköpshandeln. År 2017 var tillväxten inom klädindustrin negativ, och i början av 2018 uppvisade många av de stora svenska aktörerna svaga kvartalsrapporter. Med hänsyn till detta och hur utvecklingen har sett ut sedan dess uppvisar nästan samtliga bolag en negativ trend och sannolikt kommer lönsamheten sjunka ännu mer⁵. Däremot har nästan samtliga aktörer, i linje med resten av sällanköpshandeln haft en svag tillväxt i bruttomarginaler, med en central skillnad, att nästan samtliga aktörer inom klädindustrin har haft en marginellt snabbare tillväxt. Detta gäller dock framförallt mer för de större aktörerna då de mindre kämpar i större utsträckning att försöka höja bruttomarginalerna⁶.

³ Ibid

⁴ *Global shift, Mapping the changing contours of the world economy, Peter Dicken 7th Edition Chapter 14 p.466.*

⁵ *Lönsamhet i detaljhandeln, Svensk Handel Maj 2018 Hämtad 29/3-19*
<https://www.svenskhandel.se/globalassets/dokument/aktuellt-och-opinion/rapporter-och-foldrar/lonsa/mhetsrapport/lonsamheten-i-handeln.pdf>

⁶ Ibid

Under 90-talet var skillnaderna i bruttomarginaler mellan stora och små aktörer inte alls stora, men efter 2000-talet och framåt har de sakteligen skiljts åt,⁷ vilket kan förklaras av att de mindre aktörerna inte i lika stor utsträckning kan nyttja de bruttomarginal-fördelar som är sammankopplade med större orderkvantiteter.

Klädkedjan MQ presenterade för kvartal två år 2019 en rapport där nästan samtliga delar av affärsverksamheten minskat. Bolaget har applicerat ett strukturellt åtgärdsprogram för att försöka få företaget på rätt kurs igen vilket enligt bolaget själva går och följs enligt plan. Aktievärdet berättar en annan historia där det totala värdet har den sjunkit med ungefär 90% över en femårsperiod.⁸ Även en av världens största aktörer inom klädindustrin, svenska H&M tampas med att bibehålla verksamheten lönsam där H&M aktievärde nästan halverats över en femårsperiod⁹.

En undersökning gjord på brittiska småföretag av Michaelas, Chittenden, och Poutziouris, visar att etablerade kapitalstruktursteorier i hög grad används av företagen, men utöver detta ligger även en rad faktorer till grund för hur deras långfristiga samt kortfristiga skuldnivå ser ut. Dessa faktorer är, storlek, ålder, lönsamhet, tillväxt, framtida tillväxtmöjligheter, risk, tillgångsstruktur, kapitalomsättningshastighet, och nettoskuld. Dessutom finns det även empiriska bevis för att ett företags kapitalstruktur är beroende och påverkat av konjunkturcykler och branschtillhörighet¹⁰.

Michaelas, Chittenden, och Poutziouris menar vidare att kombination av lånerelaterade kostnader och de skattefördelar som lån tillför i ett företag, kan ge upphov till att den optimala kapitalstrukturen förändras, där istället för att matcha varandra så är det att föredra att räntekostnaderna är något lägre än bolagets vinst.¹¹ Detta kan förklaras av att i vissa fall kan de skattefördelar som lån medför vara större än de nackdelar som konkursmässiga kostnader har.

⁷ Ibid

⁸ Delårsrapport det andra kvartalet december 2018-februari 2019 MQ Hämtad 4/4-19 <http://ir.mq.se/sv/rapporter-och-presentationer>

⁹ Avanza Hämtad 4/4-19 <https://www.avanza.se/aktier/om-aktien.html/5364/hennes---mauritz-b>

¹⁰ Nicos Michaelas, Francis Chittenden, Panikkos Poutziouris (1998) "Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data".

¹¹ Ibid

I undersökning ovan, tog de även hänsyn till tidigare forskning, men försökte sätta den i en annan kontext vilket endast i begränsad mån hade gjorts tidigare. Den forskning som bedrivits tidigare hade endast fokuserat på större bolag och därmed missat mindre bolag. Således grundade sig forskningen i huruvida uppbyggnaden av ett mindre företags kapitalstruktur kan se ut beroende på bakomliggande faktorer som nämnts ovan. Med hjälp av ett antal hypoteser försökte man då att med hjälp av en statistisk analys, hitta ett samband hur ett mindre bolags kapitalstruktur ser ut¹².

Gäller ovan premisser för utvalda företag inom textilindustrin? En rad faktorer som förklarar orsaker till hur ett företags skuldsättningsgrad ser ut nämns. Med dessa i åtanke har denna uppsatsen en mängd förklaringsvariabler som tillsammans ska testas och se huruvida de ligger till grund för fem specifika företag inom textilbranschen och deras skuldsättningsgrad. Med hänsyn till tidigare nyttjade faktorer så har denna uppsats använt liknande faktorer. De använda faktorerna grundar sig således i tidigare forskning samt vad som kan anses relevant och enkelt att tillgodose för denna uppsats syfte.

De valda variabler som denna uppsats använder som underlag för regressionsanalysen, skall förklara hur skuldsättningsgrad förändras och påverkas av dessa. De variabler som kommer användas är ränteskattesköld, tillväxtpotential, storlek, lönsamhet och den effektiva skattesatsen.

Således kommer uppsatsen endast se till de valda variablerna som nämnts ovan , i samverkan med tidigare forskningen i hågkomst för att se hur kapitalstrukturen för bolag inom textilindustrin har påverkats av dessa det senaste decenniet.

Problemformulering

Hur har skuldsättningsgraden hos fem utvalda företag inom den svenska textilindustrin påverkats av faktorerna ränteskattesköld, tillväxtpotential, storlek, lönsamhet och den effektiva skattesatsen?

¹² Ibid

Syfte

Syftet med denna studie är att ingående skildra hur kapitalstrukturen inom fem svenska textilföretag har förändrats och vad som legat till grund för dessa ändringar. I anslutning till detta är det en pilotstudie; vilket innebär att den modell som skapas skall kunna appliceras på liknande framtida studier.

2. Teoretisk referensram

I detta kapitel kommer teorier som relaterar till valet av kapitalstruktur både mer generella och specifika presenteras. Förutom detta kommer även de faktorer som anses vara relevanta för denna studie presenteras i den teoretiska referensramen. Detta kapitel kommer inledas med en beskrivning av de mer generella kapitalstruktur teorier använda i denna studie, vilket kommer följas upp av en diskussion kring valet av faktorer.

2.1 Generella kapitalstruktursteorier

Det finns olika modeller gällande kapitalstruktur som används kontinuerligt inom corporate finance. I denna studie kommer främst två av dessa användas - Trade-off teorin, som visar på hur en uppnår en optimala kapitalstruktur.¹³ Därefter, kommer pecking order beskrivas, vilket försöker förklara mönster kopplade till kapitalstrukturförändringar. Till en början kommer dock Modigliani & Millers propositioner presenteras.

2.1.1 Modigliani och Millers propositioner

Modigliani & Miller presenterade år 1958, att ett företags skuldsättningsgrad är helt oväsentligt i fråga om det totala värdet på företaget. Detta eftersom det totala värdet på företaget är detsamma som med eller utan skuld. Modigliani & Miller menar således på i deras första proposition, att i en perfekt kapitalmarknad gäller följande:¹⁴

¹³ Berk, J. & DeMarzo, P. (2011). "Corporate Finance". Third Edition, Pearson Global Edition, Pearson Education

¹⁴ Jonathan Berk, Peter DeMarzo (2011) Corporate Finance (Chapter 14 p.525), 4th edition, Pearson Global Edition, Pearson Education

Proposition I:

''In a perfect capital market, the total value of a firm's securities is equal to the market value of the total cash flows generated by its assets and is not affected by its choice of capital structure''¹⁵

Modigliani & Miller grundar detta i ett enkelt argument, att i frånvaro av skatter och andra transaktionskostnader, är ett företags totala kassautflöde till dess investerare, detsamma som de totalt genererade kassaflöde som företags tillgångar genererar.¹⁶ Således, så länge som ett företags investeringar placerade i värdepapper, inte ändrar de kassaflöden som går att förknippa med deras tillgångar, kommer detta inte ändra det totala värdet på företaget och inte heller mängden kapital det kan få in.

Modigliani & Millers andra proposition menar att ju större del som skuld utgör av ett företags kapitalstruktur, desto större kommer också kravet på avkastning vara från företags aktieägare. Naturligtvis måste både proposition I och II modifieras när vi introducerar skatter och kostnader för finansiell distress i situationen¹⁷.

Proposition II

''The cost of capital of levered equity increases with the firm's market value debt-equity ratio''¹⁸

I och med att företag aldrig agerar under perfekta kapitalmarknadsförhållanden, finns det en debatt kring huruvida deras resultat faktiskt har en direkt tillämplighet under verkliga förhållanden.

En viktig aspekt att beakta enligt många forskare, är att i nästan alla teorier som existerar, görs en rad antaganden. Man får helt enkelt applicera teorin och utifrån det se hur väl de antaganden man gör, håller.¹⁹ Detsamma gäller även för Modiglianis och Millers teori. Även

¹⁵ Ibid

¹⁶ Ibid

¹⁷ <http://finance.wharton.upenn.edu/~jwachter/fnce100/h13.pdf>

¹⁸ Ibid

¹⁹ Jonathan Berk, Peter DeMarzo (2011) Corporate Finance (Chapter 14 p.525), 4th edition, Pearson Global Edition, Pearson Education

om den inte är fullständig, kan den hjälpa vidare forskning vilket har kommit att resultera i Trade-off teorin och Pecking order teorin²⁰. I praktiken har forskning visat att man kan se att ett företags kapitalstruktur, faktiskt kan ha effekt på ett företags värde, detta kan således hänvisas till Modiglianis och Millers teori att om det visar sig att kapitalstrukturen har någon effekt överhuvudtaget, måste detta förklaras av externa händelser som inte går att hänföra till en perfekt kapitalmarknad.

Utgångspunkten i denna studie är Modigliani & Millers teorier där kapitalstruktur ligger i fokus. Men för att kunna utföra en mer verklighetsförankrad analys, kommer teorier där en beaktar den faktiska miljön som företag är verksamma på användas - i förhoppning om att nå ett mer grundat och verklighetstroget resultat.

2.1.2 Trade-off teorin

Trade-off teorin menar att företag strävar efter en optimal kapitalstruktur, denna optimala nivå uppnås endast när kostnaderna från finansiell distress täcks upp av ränterelaterade skattesköldar - kostnaderna används alltså för att bestämma den optimala skuldsättningsgraden.²¹ Under premisserna att ett företags tillgångar och investeringsplaner förblir konstanta, så kan företagets optimala kapitalstruktur uppfattas som en bedömning mellan fördelar av ytterligare belåning kontra företagets kostnader.²² I kontrast till pecking order teorin, så medför högre agentkostnader, skatter, etc. att lönsamhetssökande företag bör röra sig mot högre bokförda värden av lån.²³ När en så kallad "trade-off" uppstår mellan kostnaderna och fördelarna gällande lån, kan det beskrivas som en optimal kapitalstruktur.

Ränterelaterade kostnader är i denna teori representerad av kostnader kopplade till finansiell distress och sannolikheten att en konkurs inträffar. Det antas att chansen för större bolag brister i betalning är lägre än mindre bolag, detta för att deras organisationer och inkomster i

²⁰ Ibid

²¹ Berk, J. & DeMarzo, P. (2011). *Corporate Finance*. Third Edition, Pearson Global Edition, Pearson Education

²² Myers, S. C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, vol. 39, no. 3, pp. 575-592.

²³ Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.

regel är mer väldiversifierade och därav bör de ha en större skuldkapacitet.²⁴ På grund av att de större bolagen generellt sätt är mer väldiversifierade, så är sannolikheten som tidigare nämnt lägre att de går i konkurs. Därav, kan en förutsäga att man sett till storlek och kortfristiga skulder börs se en positiv relation dem sinsemellan och en negativ relation mellan storlek och långfristiga skulder.

En följd av ökade skulder, är att oddsen för brist i betalning kopplade till skulder sjunker²⁵ - vilket antyder att bolag som är mer riskfyllda, eller verkar inom mer riskfyllda branscher bör låna mindre. När värdet av ett bolag ökar medför det en minskning för ration anknuten till direkta konkurskostnader och bolagets värde - vilket kan introducera en effekt på bolagets val av lån.²⁶ Bolaget kommer alltså åta sig en större andel av bokförda skulder.

I Modigliani och Millers uppdaterade studier så ligger fokuset på insikten gällande skattefördelarna kopplade skulder. Detta innebär att företag i största möjliga utsträckning bör utöka sitt låntagande för att maximera värdet för bolaget.^{27/28} I relation till ränterelaterade skattesköldar så kan härkomsten av en skattesköld härstamma från andra områden, såsom R&D, depreciering och diskretionära kostnader.

Det finns incitament för ett bolag att öka sina skulder för att kunna ta del av större avdragsgilla ränteskattesköldar²⁹. Vidare, så har bolags icke ränterelaterade skattesköldar indikerat ett omvänt förhållande till skulder - kontra ränterelaterade skattesköldars positiva korrelation^{30/31}. Större skattesköldar som är orelaterade till skulder implicerar en större

²⁴ Titman, S. and Wessels, R. (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*, vol. 43, no. 1, pp. 1-19.

²⁵ Myers, S. C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, vol. 39, no. 3, pp. 575-592.

²⁶ Warner, Jerold B. B. "Bankruptcy, Absolute Priority, and the Pricing of Risky Debt Claims." *Journal of Financial Economics* 4.3 (1977): 239-76. Web.

²⁷ Modigliani, F. and Miller, M. H. (1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *The American Economic Review*, vol. 53, no. 3, pp. 433-443.

²⁸ DeAngelo, H. and R. Masulis, (1980), "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*, vol. 8, no. 1, pp. 3-29.

²⁹ Modigliani, F. and Miller, M. H. (1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *The American Economic Review*, vol. 53, no. 3, pp. 433-443.

³⁰ Titman, S. and Wessels, R. (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*, vol. 43, no. 1, pp. 1-19.

sannolikhet av lägre/ingen skatteskyldig inkomst och därigenom minskar den förväntade företagsskatten; vilket medför att fördelarna anknutna till ränterelaterade skatteskulder minskar. Trade-off teorin stöttar dessa påståenden och inkluderar dessutom att icke ränterelaterade skatteskulder innebär lägre förväntade skattesatser, vilket innebär ett lägre bokfört värde gällande skulder³², detta har dessutom två forskare genom empiriska undersökningar stöttat³³. Därav, kan slutsatsen dras att en negativ relation mellan icke räntelaterade skatteskulder och totala skulder är förväntad, medan ränterelaterade skatteskulder och totala skulder bör ha en positiv relation.

Dessa samband gäller både på kortfristiga och långfristiga skulder, likaså bör ett lägre bokfört skuldvärde påverka i lika stor utsträckning kortsiktigt som långsiktigt.³⁴ Således är den huvudsakliga fördelen gällande att följa trade-off teorin skatteförmånerna kopplade till skulder.

Dessa förmåner existerar på grund av att räntebetalningarna som sker i samband med lån är avdragsgilla, vilket betalningar till aktieägare (utdelningar) inte är.³⁵ Skulder är därav billigare än eget kapital och när den effektiva skatteräntan ökar, stiger dessutom förmånerna kopplade till skulder. Eftersom den huvudsakliga fördelen med trade-off teorin är skatteförmåner kopplade till skulder, som i sin tur ökar i takt med den effektiva bolagsskattesatsen, så kan en argumentera för att den effektiva bolagsskattesatsen bör ha en positiv relation med kortfristiga, långsiktiga och totala skulder - vilket också har fått stöd av empiriska studier.

Trade-off teorin kan presenteras genom följande formel:

³¹ DeAngelo, H. and R. Masulis, (1980), "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*, vol. 8, no. 1, pp. 3-29.

³² Fama, E. F. and French, K. R. (2002), "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt", *The Review of Financial Studies*, vol. 15, no. 1, pp. 1-33.

³³ De Miguel, Alberto, and Julio Pindado. "Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data." *Journal of Corporate Finance* 7.1 (2001): 77-99. Web.

³⁴ Myers, S. C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, vol. 39, no. 3, pp. 575-592.

³⁵ Sogorb-Mira, F. (2005), "How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish Data Panel", *Small Business Economics*, vol. 25, no. 5, pp. 447-457.

$$VL = VU + PV(\text{Interest Tax Shield}) - PV(\text{Financial Distress Costs}) \quad 36$$

2.1.3 Pecking order teorin

Pecking order teorin innebär att företag föredrar och prioriterar olika typer av finansiering. I sin enklaste form säger teorin att företag först och främst använder de egna vinstmedlen för att finansiera projekt i verksamheten, räcker inte de egna vinstmedlen till, finansieras verksamheten istället av lån³⁷. Man emitterar således aldrig nya aktier, det vill säga mer av det egna kapitalet såvida inte företaget är i finansiell distress eller att de endast är möjliga att ta s.k. "skräplån". Teorin avhandlar alltså vilken prioriteringsordning företagen föredrar för att finansiera verksamheten.

Teorin går tillika hand i hand med asymmetrisk information där Myers presenterade att managers och investerare har olika insyn i företag. En manager har ofta en större insyn och bättre tillgång till information. Detta resulterar i s.k. "adverse selection" vilket innebär att investerare inte bör grunda beslut på information som kommer endast från företaget, då man saknar en fullgod insyn. Myers menar på att när företag är undervärderade, bör de öka sin skuldsättningsgrad, medan när de är övervärderade bör de istället ge ut mer aktier.³⁸ Det finns emellertid substantiell data som visar att företag i verkligheten inte följer Pecking order teori strikt, eftersom företag frekvent emitterar mer av det egna kapitalet även fast det finns möjlighet till att låna mer.

Myers menar dock vidare att teorin tar många antaganden och inte gäller för alla företaget utan framförallt på en aggregerad nivå. Ett undantag som nämns specifikt är företag som använder sig av externa ägare, där möjligheten för att låna pengar finns. Myers menar att teorin är giltig för att förklara hur företag vanligtvis gör. I en studie utförd av Myers själv, använde sig företag av internt genererade medel till 62%, för att sedan använda sig av extern finansiering, vilket kunde härröras till lån. I undersökningen kunde man också se att endast 6% kom från nytt ägarkapital, dvs emittering av nya aktier eller liknande³⁹.

³⁶ Jonathan Berk, Peter DeMarzo (2011) Corporate Finance (Chapter 14 p.594), 4th edition, Pearson Global Edition, Pearson Education

³⁷ Myers, S.C (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance* 39(3), 572-592.

³⁸ Ibid

³⁹ Ibid

2.2 Hypoteser

Trade-off teorin samt pecking order teorin innehåller flertalet gemensamma hållpunkter gällande räntebärande skulder och kapitalstruktur, även om de är motiverade av olika underliggande motiv. Dessa underliggande säregenheter är orsaken till två prominenta skillnader där teorierna skiljer sig. Lönsamhet är en av dem, där pecking order hypotesen menar här att det finns en positiv relation mellan räntebärande skulder och lönsamhet - medan trade-off teorin säger vice versa. Fortsättningsvis, så skiljer de sig båda gällande tillväxtmöjligheter - där pecking order hypotesen trycker på de problem med eget kapital som växande bolag med låga skuldnivåer har⁴⁰.

2.2.1. Hypotes 1

När allokering av kapital sker är informationsasymmetri i anslutning till ett bolags externa och interna aktörer något som skiljer noterade och onoterade bolag åt.⁴¹ I regel så jobbar noterade bolag i större utsträckning med transparens gentemot externa aktörer och värdet av det egna kapitalet tenderar att vara mindre känsligt i anslutning till informationsasymmetri i relation till det främmande kapitalet. Detta innebär att kostnaden för eget kapital i relation till främmande kapital är lägre för noterade bolag relativt till onoterade bolag^{42/43}. Därav förespråkar forskare som Brav att det egna kapitalet ej är lika tilltalande för onoterade bolag i förhållande till införskaffandet av främmande kapital⁴⁴.

Nollhypotes:

De onoterade företagen bör följa pecking order hypotesen i större utsträckning än de noterade bolagen.

Alternativhypotes: De onoterade företagen bör inte följa pecking order hypotesen i större utsträckning än de noterade bolagen

⁴⁰ Fama, E. F. and French, K. R. (2002), "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt", *The Review of Financial Studies*, vol. 15, no. 1, pp. 1-33.

⁴¹ Brav, O 2009, 'Access to capital, capital structure, and the funding of the firm', *The Journal of Finance*, 64, 1, pp.263-308

⁴² Ibid

⁴³ Myers, S.C, & Majluf, N.S 1984, 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of Financial Economics*, 13, 1, pp. 187- 221

⁴⁴ Brav, O 2009, 'Access to capital, capital structure, and the funding of the firm', *The Journal of Finance*, 64, 1, pp.263-308

2.2.2. Hypotes 2

En högre lönsamhet för ett bolag går hand i hand med högre bl.a. agentkostnader, skatter, som nämnts tidigare så innebär detta enligt trade-off teorin en ökning av den bokförda skuldsättningsgraden, i invers till pecking order hypotesen⁴⁵. En högre lönsamhet ger ett bolag möjlighet att kunna styra sin egen skuldsättningsgrad i större utsträckning, då ett låneinstitut hellre lånar pengar till ett välmående bolag och att bolaget bör ha en större del ej utdelad vinst som kan användas för att påverka skuldsättningsgraden, genom att t.ex. amortera⁴⁶.

Nollhypotes:

Företagen följer trade-off teorin och en högre lönsamhet innebär en högre skuldsättningsgrad.

Alternativhypotes:

Företagen följer inte trade-off teorin och en högre lönsamhet innebär inte en högre skuldsättningsgrad.

2.3 Faktorer anknutna till kapitalstruktur

Tidigare forskning där undersökningar gällande kapitalstruktur har gjorts, används frekvent av olika faktorer anknutna till kapitalstrukturen. Därav har val av faktorer i denna uppsats varit de mest använda vilket är: skuldsättningsgrad, ränteskattesköld, tillväxtpotential, storlek, lönsamhet, likviditet och den effektiva skattesatsen⁴⁷. Alla valda variabler i denna uppsatsen är baserade på företagens bokföringsmässiga siffror.

⁴⁵ Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.

⁴⁶ Berk, J. & DeMarzo, P. (2011). "Corporate Finance". Third Edition, Pearson Global Edition, Pearson Education

⁴⁷ Ibid

2.3.1 Val och definiering av variabler

Skuldsättningsgraden kommer iklä sig rollen som den beroende variabeln i denna studie, denna variabel visar på förhållandet eget kapital och skulderna sinsemellan.⁴⁸ Härnäst kommer de utvalda faktorerna presenteras mer ingående.

Ränteskattesköld är relevant när det kommer till valet av kapitalstruktur, då företag betalar skatt på deras vinst efter räntekostnader och eftersom dessa kostnader är avdragsgilla⁴⁹, innebär det att företagsskatten bolaget måste betala i regel minskar i korrelation med att räntekostnaderna ökar. Vilket indirekt innebär att högre skulder medför en större ränterelaterade skattesköld.

Enligt Berk & Demarzo tenderar större bolag att ha ett bättre utgångsläge och möjligheter till ytterligare belåning.⁵⁰ Därmed påvisas ett bolags storlek påverkan på dess kapitalstruktur och storlek relevans som en variabel för denna studie. Hur storlek definieras är relativt godtyckligt och på grund av detta krävs det att det ett klagörande gällande hur det definieras i denna studie. Somliga studier använder sig av omsättningen som grund, vilket resulterar i högre tal vilket medför mer lätthanterliga tal när man tillämpar logaritmer. I dessa studier har man använt sig av den naturliga logaritmen som verktyg för att definiera storleken på ett bolag^{51/52}. Basen för logaritmer inom matematisk och statistisk analys är i regel det irrationella talet e ⁵³. Även i denna studie kommer e användas.

En variabel som anses vara en viktig faktor gällande hur kapitalstrukturen hos ett bolag ter sig är lönsamhet. Lönsamhet kan påverka kapitalstrukturen på flera olika sätt, till exempel så innebär i allmänhet en ökad lönsamhet dessutom högre outdelad vinst, som kan användas för

⁴⁸ Jonathan Berk, Peter DeMarzo (2017) Corporate Finance, 4th edition, Pearson Global Edition, Pearson Education

⁴⁹ Ibid

⁵⁰ Titman, Sheridan & Wessels, Roberto (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. The Journal of Finance. Vol. 43. No. 1. 1-19

⁵¹ Ibid

⁵² López-Gracia, José & Sogorb-Mira, Francisco. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. Small Business Economics. Vol. 31. 117-136

⁵³ Hill, Carter R., Griffiths, William E & Lim, Guay C. (2012). Principles of Econometrics. 4. uppl. John Wiley & Sons

att finansiera företagets interna verksamhet samt nya projekt - istället för nya lån eller nyblivet adderat eget kapital⁵⁴. Därtill med hänsyn till trade-off teorin medför en ökad räntabilitet, en högre nivå gällande den optimala skuldsättningsgraden förenat till den ränterelaterade skatteskölden⁵⁵. Lönsamhet är ett brett begrepp, med olika definitioner i olika sammanhang - det lönsamhetsmått som avses att användas i denna studie är räntabilitet på totalt kapital, R_t . Den förevarande variabeln fastställer hur hög verkansgrad ett bolag har med hänsyn till deras tillgångar beträffande frambringandet av högsta möjliga vinst⁵⁶.

Den effektiva skattesatsen finns inte alltid i åtanke när ett företags val av finansiering analyseras. Men i enlighet med Modigliani och Miller teori gällande att bolag bör föredra lån framför andra finansieringsmedel, på grund av att räntekostnader är avdragsgilla⁵⁷. Eftersom skulder är billigare än eget kapital så ökar dessa förmåner i relation till den effektiva skattesatsen. Enligt trade-off teorin så är den huvudsakliga fördelen med räntebärande skulder nyttan i enlighet med minskade skatter, därav bör den effektiva skattesatsen vara positivt korrelerad med ett bolags räntebärande skulder - vilket har fått stöd empiriskt stöd från tidigare studier⁵⁸.

2.3.2 Variablernas förväntade utfall

Nedan kommer tabell 2 förklara variablernas förväntade utfall i korrelation med skuldsättningsgrad, samt vilken av modellerna som ligger till grund för denna prognos. Vilket sedermera beprövas och jämförs i relation till datan och regressionen kopplad till urvalet av data.

⁵⁴ Jonathan Berk, Peter DeMarzo (2017) Corporate Finance, 4th edition, Pearson Global Edition, Pearson Education

⁵⁵ Ibid

⁵⁶ Johansson, Sven-Erik & Runsten, Mikael (2005). Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt. Mål, samband och mätmetoder. 3. uppl. Lund: Studentlitteratur

⁵⁷ Modigliani, F. and M. H. Miller, 1963, 'Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction', The American Economic Review 53(2), 433–443.

⁵⁸ Sogorb-Mira, F. (2005), "How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish Data Panel", Small Business Economics, vol. 25, no. 5, pp. 447-457.

<i>Variabler</i>	<i>Förväntat utfall</i>	<i>Modell</i>
Ränteskattesköld	+	Trade-off
Tillväxtmöjlighet	+	Pecking order
Storlek	+	Trade-off
Lönsamhet	-	Pecking order
Effektiva skattesatsen	+	Trade-off

(Tabell 1: Förväntade utfall grundat i teorierna Trade-off och Pecking order)

3. Metod

I detta kapitel presenteras metoden och strukturen gällande denna studie. Kapitlet inleds med att presentera valet av metod, forskningsdesign och forskningskvalitén, i samband med detta vidrörs även områdena val av företag och insamling av data. Slutligen presenteras och beskrivs de variabler och statistiska modeller som är vidkommande i denna studie.

3.1 Metodval

Forskningsmetoden är av kvantitativ karaktär, då det anses som mindre relevant att i denna studie lägga fokus på mjukdata och mer godtyckliga tolkande analyser som karaktäriseras av studier med en kvalitativ metodik.⁵⁹ Denna studie grundas på statistiska analys- och bearbetningsmodeller. Det anses vara viktigt i denna studie att bibehålla en hög nivå av objektivitet, för att ej påverkas av företagen i fokus - detta blir möjligt genom att en kvantitativ forskningsmetodik används.⁶⁰ Inslag av kvalitativa inslag kommer förekomma och i egenskap av att öka förståelsen av den något hårda och kantiga kvantitativa datan. Den kvantitativa data kommer främst erhållas från de valda företagens årsredovisningar, likaså kommer de kvalitativa inslagen kunna härledas därifrån.

⁵⁹ Bryman, A. & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (2 uppl.). Liber.

⁶⁰ Ibid

3.1.1 Forskningsdesign

Forskning som finns kring kapitalstruktur och lönsamhet har inte berört textilindustrin på ett tillfredsställande sätt, utan forskning gällande kapitalstruktur har fokuserat på andra industrier - alternativt hela spektran. Därav är det viktigt att det i denna studie finns möjlighet att göra en djupgående analys som fokuserar på ett fåtal aktörer - en pilotundersökning i form av en fallstudie är det medium som valdes för att detta skulle vara genomförbart. Att dra allmänna slutsatser, där en kommer fram till dessa genom generalisering är något som i en fallstudie inte är möjligt. Då ett fall inte kan anses vara förallmänligande och representativt för en hel bransch eller typ av bolag.⁶¹ En fallstudie ansågs ändå vara det mest adekvata sättet med den givna tidsramen i åtanke - samt avsikten med uppsatsen är att ingående skildra hur kapitalstrukturen inom ett fem svenska textilföretag har förändrats och vad som påverkar dessa ändringar. Studien skall agera som pilotstudie; vilket i framtiden skall kunna agera som en grund för framtida forskning. Det snäva urvalet som är gemytligt med en fallstudie innebär att studien ej bör uppnå statistisk signifikans.

3.1.2 Val av fallstudieföretag

I denna studie har fem olika företag inom textilindustrin valts. För att kunna utföra selektionen av dessa företag sattes ett fåtal kriterier upp. De kriterier som används var geografisk etablering, storlek, kunddemografi, historisk verksamhet.

Följande bolag valdes med dessa kriterier:

1. H&M
2. Nelly
3. Gina Tricot
4. Ellos
5. MQ

Geografisk etablering, företagen i studien skall ha sin härkomst från den svenska marknaden, vara fortsatt aktiva och bedriva sin huvudverksamhet på denna marknad. Bolaget skall ha minst 100 anställda och en omsättning under 2018 på minst 500 mkr. Företagens kunder skall vara privatpersoner och prisnivåerna skall vara i en nivå där gemene man har möjligheten

⁶¹ Ibid

handla där. H&M är ett globalt bolag som har funnits under lång tidsperiod och som försöker ligga i framkant gällande många trender och de har som mål att vara ledande inom alla avseenden inom branschen. De fokuserar nästan helt uteslutande på egna varumärken.⁶² Nelly är ett ungt företag sett till denna skara och är ett e-handelsföretag personifierat. Deras sortiment består av en kärna av egna varumärken som kompletteras av externa varumärken.⁶³ Gina Tricot är likt H&M i många avseenden, de säljer sina egna produkter i sin egna butiker eller via sin egen hemsida - men de båda aktörerna skiljer sig markant åt storleksmässigt, Gina Tricot har dessutom ett uttalat fokus mot den feminina sidan.⁶⁴ Ellos är i grunden ett traditionellt postorderföretag, men som de senaste åren tagit stora kliv för att ställa om sin verksamhet och börjar mer och mer likna ett E-handelsföretag. Deras utbud är bestående av en stor variation av olika varumärken.⁶⁵ MQ är en varumärke och detaljhandelskedja där butiken har varit i fokus, fortsättningsvis är detta fortfarande fokuset, även om de idag kompletterar sitt geografiskt vitt spridda butiksnät med e-handel. De erbjuder ett sortiment som är en blandning av egna och externa varumärken.⁶⁶

3.1.3 Insamling och bearbetning av data

Datan som använts som underlag i denna studie är av slaget sekundärdata, data alltså har alltså blivit insamlad i första hand - utan den är tidigare sammanställd eller insamlad av institutioner eller företag, vilket är det som i regel används av forskare inom ekonomiska studier för att nå en slutsats⁶⁷. Sekundärdata är i de flesta uppsättningarna av hög kvalitet. Det finns dock alltid en risk med sekundärdata, som att forskarna inte kan kontrollera insamling av data själva⁶⁸ - men då det i denna studie främst handlar om kontrollerade och reviderade årsredovisningar, anses denna risk som låg. I samband med studien har stickprovskontroller genomförts för den gällande datan och inga slumpmässiga fel har förelagts - vilket styrker trovärdigheten för studien.

⁶² H&M Group (n.d.). Hämtad 2019-03-29 från: <https://about.hm.com/sv/about-us.html>

⁶³ Qliro Group (n.d.). Hämtad 2019-03-29 från: <https://www.qlirogroup.com/varumarken/nelly/>

⁶⁴ Gina Tricot (n.d.). Hämtad 2019-03-29 från:

<https://www.ginatricot.com/se/foretagsinformation/om-ginatricot>

⁶⁵ Ellos Group (n.d.). Hämtad 2019-03-29 från: <https://www.ellos.se/page/helpdesk/aboutellos>

⁶⁶ MQ (n.d.). Hämtad 2019-03-29 från: <http://ir.mq.se/sv/historik>

⁶⁷ Bryman, A. & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (2 uppl.). Liber.

⁶⁸ Ibid

3.1.4 Studiens forskningskvalité

Forskningskvalitén i en studie evalueras i regel av fyra olika grundbegrepp: Reliabilitet, Validitet, Generaliserbarhet och Objektivitet.

3.1.4.1 Reliabilitet

Reliabilitet förklarar om den implementerade metoden haft en neutral påverkan på studiens resultat. När reliabiliteten är hög, kommer felkällor endast vara beroende av mätobjekt och inte metoden i sig.⁶⁹ Förfarandet som valts är strukturerat på ett tydligt sätt för att förenkla möjligheten att replikera studien.⁷⁰ Ju tydligare struktur, desto större är sannolikheten att studien kan replikeras och att resultatet blir detsamma. Studier vars resultat fluktuerar vid replikering är liktydigt med en lägre reliabilitet.⁷¹ Eftersom att data från årsredovisningar inte medför någon osäkerhet, så finns det ingen större risk att en annan forskare hade kommit fram till andra resultat eller siffror vid en exakt replikering av studien.

3.1.4.2 Validitet

Validitet beskriver hur precis och noggrann datan är och i anslutning till detta hur väl den insamlade datan representerar den rådande realiteten.⁷² I denna studie är validiteten i regel hög, men kan inte garanteras helt och hållet. Då en hög validitet kräver en högre grad av generaliseringsbarhet⁷³ och eftersom denna studie endast innefattar ett fåtal fall, så har inga generella slutsatser gällande lönsamhet och kapitalstruktur inom textilindustrin kunnat dras. Mått som över tid ej är stabila över tid anses vara mindre valida⁷⁴, vilket för denna studie innebär en starkt validitet då data och siffror som använts kommer från en satt tidsram och dessa kommer inte förändras över tid.

⁶⁹ Denscombe, M. (2014). *Forskningshandboken: för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna* (3. ed.). Lund: Studentlitteratur

⁷⁰ Ibid

⁷¹ Bryman, A. & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (2 uppl.). Liber.

⁷² Denscombe, M. (2014). *Forskningshandboken: för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna* (3. ed.). Lund: Studentlitteratur

⁷³ Bryman, A. & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (2 uppl.). Liber.

⁷⁴ Ibid

3.1.4.3 Generaliserbarhet

Extern validitet även kallat generaliserbarhet visar på hur på hur tillämpningsbar studiens resultat kan komma att vara för framtida forskning inom samma ämne.^{75/76} I studien har man försökt att vidhålla en hög generaliserbarhet, genom att flitigt arbetat på ett strukturerat och tydligt sätt för att skildra tillvägagångssättet rörande allt från tankegångar, analys, diskussion till datainsamlingsmetodik. Vilket ökar nyttan för andra forskare som sedermera kan använda studien och dess metodik i andra företeelser.

3.1.4.4 Objektivitet

Det sista begreppet är objektivitet och alluderar till att minska förvrängning i studien, som uppkommer som ett resultat författarnas eget underliggande jäv.^{77/78} I denna studie har kontinuerligt jobbat för att i största möjliga mån bibehålla objektiviteten i arbetet. I denna studie är datan av objektiv karaktär, detta medför att resultatet av studien kan användas av andra och behandlas som objektiv data. Dock så går det inte att undkomma en viss grad av subjektivitet i en studie, då författarna genom sin tolkning av data, analys och tidigare forskning undermedvetet applicerar sina egna förutfattade meningar.

3.1.5 Litteraturgenomgång

En litteraturgenomgång påbörjades i samband med att den teoretiska referensramen utformades, relevant litteratur i form av artiklar och böcker analyserades då experter inom området menar på att kontemporära modeller och teorier i regel påträffas genom artiklar och att mer erkända enklast uppfins genom böcker - detta främst beroende på skillnaden i produktionstiden.⁷⁹ Den teoretiska referensramen formgav och gav struktur till den modell som gav gjorde det möjligt att analysera och diskutera kring resultatet utifrån teorin. De hjälpmedel som använts vid eftersökning av tidigare forskning är främst Göteborgs

⁷⁵ Denscombe, M. (2014). *Forskningshandboken: för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna* (3. ed.). Lund: Studentlitteratur

⁷⁶ Lincoln, Y. S., & Guba, E. G. (1986). *But is it rigorous? Trustworthiness and authenticity in naturalistic evaluation*. *New directions for evaluation*, 1986(30), 73-84. doi:10.1002/ev.1427

⁷⁷ Denscombe, M. (2014). *Forskningshandboken: för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna* (3. ed.). Lund: Studentlitteratur

⁷⁸ Ibid

⁷⁹ Patel, Runa, and Bo Davidson. *Forskningsmetodikens Grunder : Att Planera, Genomföra Och Rapportera En Undersökning*. 4., [uppdaterade] Uppl. ed. 2011. Print.

Universitetsbibliotek och tillhörande databas, tidigare kurslitteratur och Google Scholar. Vidare så studerades även källorna för de artiklar som ansågs vara av relevans. Genom Business Retriever kunde information kopplad till företagens årsredovisningar erhållas och exporterats till excel. De nyckelord som var mest prominenta under denna process var: Kapitalstruktur, Pecking order theory, Trade off theory, textilindustrin, skuldsättningsgrad och lönsamhet.

3.2 Variabler och Statiska modeller

3.2.1 Variablernas härledning

Nedan presenteras samtliga variabler som kommer användas i analysen, samt hur de definieras - den beroende variabeln skuldsättningsgraden benämns först och vidare följer de oberoende variablerna.

<i>Variabler</i>	<i>Mått</i>
Skuldsättningsgrad	Totala skulder _t / Totalt Eget Kapital _t
Ränteskattesköld	Bolagsskattesats _t • Räntekostnader _t
Tillväxtpotential	(Omsättning _t /Omsättning _{t-1})- 1
Storlek	Log (Omsättning _t)
Lönsamhet	EBIT _t / Totalt Eget Kapital _t
Effektiva bolagsskattesatsen	Skatt _t / EBT _t

(Tabell 2: Förklaring av variabler)

3.2.2 Multipel regressionsanalys

Denna uppsats avser att förklara vilka faktorer som avgör ett företags val av kapitalstruktur. Första steget i att kunna redogöra för dessa faktorerers effekt, är att skapa en modell som

tydliggör hur de valda faktorerna påverkar kapitalstrukturen. Hur ett företags kapitalstruktur bestäms är svåröverskådligt, men tidigare forskning har påvisat en rad olika förklaringsvariabler som anses vara viktiga. I denna studie kommer man utgå från en rad variabler som tidigare forskning bedömt som relevanta när kapitalstruktur ska väljas.

En multipel regressionsanalys är en statistisk metod som används när man t.ex. vill skapa en ekonomisk modell, med en beroende variabel och flera oberoende variabler.⁸⁰ Metoden beräknar sedan förhållandet variablerna sinsemellan för att påvisa i vilken utsträckning variablerna påverkar resultatet.

En generell multipel regressionsanalys framställs på följande sätt:

$$y = \alpha_1 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_n x_n + \varepsilon$$

Den beroende variabeln representeras av y , de oberoende variablerna eller responsvariablerna av x . α_1 representerar interceptet, Sedan företräder β_n regressionskoefficienterna för förklaringsvariablerna, som påvisar hur en förändring av x påverkar y och slutligen ε som representerar de oberoende variabler som modellen ej kan förklara.^{81/82}

Signifikansnivån, det vill säga rollen slumpen spelar i analysen måste alltid ha i åtanke vid statistiska beräkningar, likaså i denna studie. Enligt rådande forskning så menar de att vid samhällsvetenskapliga studier så gäller i regel ett 95% konfidensintervall, vilket innebär en 5% signifikansnivå.⁸³ Den här undersökningen kommer att använda sig av detsamma, alltså kommer en 5% signifikansnivå appliceras.

Vid en regressionsanalys finns det två instrument som används för att fastställa om en variabel är statistisk signifikant, de påvisar vad förändringar i kapitalstrukturen beror på eller om variationen endast beror på slumpen. Dessa två förklaringsvärden presenteras som ett F-värde och ett t-värde⁸⁴. Det som inom regression kallas P-värde uppvisar den exakta

⁸⁰ Doyle, Charles. *A Dictionary of Marketing*. Oxford, United Kingdom: Oxford UP, 2016. Oxford Quick Reference. Web.

⁸¹ Hill, Carter R., Griffiths, William E & Lim, Guay C. (2012). *Principles of Econometrics*. 4. uppl. John Wiley & Sons

⁸² Jaggia, Sanjiv, and Alison Kelly. *Business Statistics : Communicating with Numbers*. 3.rd ed. 2019. Print.

⁸³ Djurfeldt, Göran, Larsson, Rolf & Stjärnhagen, Ola (2010). *Statistisk verktygslåda –samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder*. 2. uppl. Lund: Studentlitteratur

⁸⁴ Jaggia, Sanjiv, and Alison Kelly. *Business Statistics : Communicating with Numbers*. 3.rd ed. 2019. Print.

påverkan slumpen har, ett P-värde som är lägre än signifikansnivån medför att variabeln är statistisk signifikant.⁸⁵ Därav kommer även P-värden redogöras för när analysen redovisas.

I samband med regression kommer en dummyvariabel kopplat till noterade/onoterade bolag användas. De noterade bolagen kommer erhålla värdet ett medan de onoterade bolagen får värdet noll. Genom att strukturera regressionen på detta sätt, så kan en förhoppningsvis utläsa om ett noterat bolags förhållningssätt kontra ett onoterat bolag gällande kapitalstruktur skiljer sig.

Den slutgiltiga regressionsmodellen kommer se ut som följande:

$$y = \alpha_1 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \beta_4 x_4 + \beta_5 x_5 + \beta_6 N_1 + \varepsilon$$

Där:

- y : *Beroende variabeln skuldsättningsgrad*
- α_1 : *Konstant*
- x_1 : *Oberoende variabeln ränteskattesköld*
- x_2 : *Oberoende variabeln tillväxtpotential*
- x_3 : *Oberoende variabeln storlek*
- x_4 : *Oberoende variabeln lönsamhet*
- x_5 : *Oberoende variabeln effektiva bolagsskattesatsen*
- N_1 : *Dummyvariabel noterade bolag*

3.2.3 Determinationskoefficient

Hur stor påverkan variationerna i de oberoende variablerna har på variationerna i den beroende variabeln i den multipla regressionsmodellen förklaras genom determinationskoefficienten, intervallet för denne är 0-1. Ett värde på noll innebär att den beroende variabeln inte kan förklaras och ett högre värde på koefficienten medför att den oberoende variabelns variationer förklaras på ett mer utförligt sätt⁸⁶. Om värdet på determinationskoefficienten antar ett finns det ett perfekt samband mellan den beroende

⁸⁵ Ibid

⁸⁶ Ibid

variabeln och de oberoende variablerna, medan ett värde på noll innebär att den beroende variabeln inte kan förklaras överhuvudtaget av de oberoende variablerna⁸⁷. Den regressionsmodell vars determinationskoefficient antar det högsta värdet, alltså den modell vars oberoende variabler som förklarar den beroende variabeln på bästa sätt är den optimala regressionsmodellen⁸⁸. Fler oberoende variabler i en modell medför dock ett högre värde på determinationskoefficienten, oberoende av deras faktiska relation till den beroende variabeln. Detta kan dock åtgärdas genom att istället använda den justerade determinationskoefficienten⁸⁹. Vilket innebär att denna justerade determinationskoefficient kommer att användas vid analysen i denna studie. Kapitalstruktur och i vilken utsträckning och varför den påverkas av de olika utvalda faktorerna är syftet i denna studie, detta innebär att även om determinationskoefficienten bör tas i aktning - så bör den huvudsakliga uppmärksamheten tillägnas vilken relation de oberoende variablerna har till kapitalstrukturen och i vilken utsträckning de påverkar denna.

3.2.4 Korrelationskoefficienten

En korrelationskoefficient, kan enklast beskrivas som ett mått för vilken riktning och styrka ett visst linjärt samband mellan två olika variabler kan ha. Spannet mellan dessa variabler ligger mellan -1 och 1⁹⁰. Ett negativt värde indikerar en negativ korrelation medan ett positivt värde en positiv korrelation. Skulle man få värdet noll innebär detta att det inte finns något samband alls mellan variablerna, dvs de är helt okorrelerade med varandra. Något som kan vara problematiskt när man studerar dessa typer av korrelationer, är att det kan vara svårt att hitta vilken riktning själva sambandet rör sig mot, dvs, vad är det egentligen som påverkar, och varför. Skulle en oberoende variabel avsakna korrelation till den beroende variabeln, alternativt att två variabler uppnår en 100% negativ eller positiv korrelation - så bör en överväga att utesluta dessa och sedan återupprepa regression.

⁸⁷ Hill, Carter R., Griffiths, William E & Lim, Guay C. (2012). *Principles of Econometrics*. 4. uppl. John Wiley & Sons

⁸⁸ Jaggia, Sanjiv, and Alison Kelly. *Business Statistics : Communicating with Numbers*. 3.rd ed. 2019. Print.

⁸⁹ Hill, Carter R., Griffiths, William E & Lim, Guay C. (2012). *Principles of Econometrics*. 4. uppl. John Wiley & Sons

⁹⁰ Lind, Douglas A., Marchal, William G & Wathen, Samuel A. (2012). *Statistical Techniques in business & Economics*

4. Empiri och analys

I detta kapitel kommer en genomgång av studiens resultat presenteras utifrån en rad olika hållpunkter. Inledningsvis kommer den insamlade datan beskrivas och en redogörelse av korrelationen presenteras. Därefter redogörs de oberoende variablerna i samband med att regressionsanalysens resultat presenteras.

4.1 Analys av samtliga bolagen

4.1.1 Beskrivande statistik

Den beskrivande statistiken avser att presentera, summera och organisera den insamlade datan. De inkluderade variablerna är skuldsättningsgrad, ränteskattesköld, tillväxt, storlek, lönsamhet, effektiva skattesatsen. Denna beskrivande statistik är en summering av variablerna för alla de fem bolagen över en tioårsperiod.

Följande del går in mer exakt på varje variablers resultat för att eftersträva att klargöra bakomliggande orsaker till dess resultat i den deskriptiva statistiken. För varje variabel gäller ett sammandrag av samtliga årsredovisningar över en tioårsperiod.

	Skuldsättningsgrad	Ränteskattesköld	Tillväxtmöjlighet	Storlek	Lönsamhet	Effektiva skattesatsen
Medelvärde	6,8980	3318,2267	0,2121	6,5116	-4,3367	0,0522
Standardfel	5,7396	607,2186	0,0830	0,1212	4,5298	0,0458
Standardavvikelse	40,5853	4293,6842	0,5867	0,8571	32,0305	0,3242
Toppighet	49,5786	5,9315	14,0716	0,3257	49,9710	18,6816
Snedhet	7,0267	2,4488	3,6037	1,1172	-7,0680	-3,4356
Minimum	-12,0500	0,88	-0,2708	4,7972	-226,2667	-1,7336
Maximum	287,5800	19301,8	3,1281	8,3010	2,1141	0,7020
Antal	5	5	5	5	5	5

(Tabell 3: Deskriptiv statistik: En organisering, summering och presentation av den insamlade datan)

Skuldsättningsgraden för alla de fem bolagen över en tioårsperiod framgår i tabellen till ett medelvärde om 6,89. med en standardavvikelse om 40,58. Detta innebär att samtliga fem bolag, under en tioårsperiod har en skuldsättningsgrad, dvs företagets skulder i förhållande till det egna kapitalet är 6,89 gånger så stort. En standardavvikelse om 49,57 är relativt stort men kan enklast förklaras av att undersökningen endast gjorts för fem bolag. Ett större urval hade sannolikt resulterat i en mindre standardavvikelse då spridningen blivit större och således jämnat ut resultatet.

Ränteskatteskölden har ett medelvärde om 3318,2267 med en standardavvikelse om 4293,68. Även denna variabeln har en stor standardavvikelse. Detta kan förklaras av att bolagen haft lägre räntekostnader under perioder, vilket således innebär att ränteskatteskölden också blir låg, vilket följts av att räntekostnaderna stigit markant nästkommande år. Följaktligen ligger fluktuationer gällande räntekostnaderna som grund till varför standardavvikelsen är så stor.

Ser man till variabeln tillväxtpotential, vilket presenteras i procentform, har det ett sammantaget medelvärde om 0,2120 med en standardavvikelse på 0,5886. Standardavvikelsen är även för denna variabel stor, vilket återigen kan förklaras av ett litet urval av företag. Trots att variabelns min- och maxvärde inte är extremt stort, -0,2707 och 3,1280, det finns däruv inte speciellt många outliers, men trots detta uppgår standardavvikelsen till ett högt värde på grund av urvalet.

Storleks-variabeln, har ett sammantaget medelvärde om 6,5116 och en standardavvikelse på 0,8570. Denna standardavvikelse skiljer sig något från de andra variabelernas och är inte speciellt stor. Detta kan förklaras av att det urval av företag som gjorts, är för fyra av fem bolag den svenska marknaden huvudfokus och alla är i stort sett i samma storlek med undantag för H&M som är i särklass störst av de fem. Denna variabel är också den som är i högst grad normalfördelad vilket kan avläsas genom att se till tabellens snedhet som har ett värde om 1,1771, vilket är det värde som är närmast noll av samtliga variabelers snedhet.

Variabeln lönsamhet, har ett sammantaget medelvärde om -4,3367 och en standardavvikelse om 32,0305. Således finns det sammantaget en negativ lönsamhet för samtliga fem bolag under en tioårsperiod. Vad detta beror på kan kort förklaras av förklaras av mindre

marginaler, och tuffare konkurrens för samtliga bolag inom textilindustrin. Ser man till lönsamhetens Min och Max-värden, -226,2667 och 2,1141, ser man tydligt att spridningen är stor. Detta kan förklaras av att med ett såpass litet urval som undersökningen har, påverkar extremvärden desto mer än om ett större urval skulle legat som underlag.

Variabeln den effektiva skattesatsen är tillika variabeln för tillväxtpotential presenterad i procentform. Dess medelvärde är 0,0521 med en standardavvikelse om 0,3241. Variabelns snedhet är -3,4356, vilket innebär att den är långt ifrån normalfördelad. Den höga standardavvikelsen och att den inte är speciellt normalfördelad kan förklaras av att alla de fem företagen har de senaste tio åren gått med varierande resultat, vilket har inneburit att vissa år har ingen beskattning skett alls då företagen gått med förlust.

4.1.2 Korrelation

Korrelationsmatrisen presenteras nedan. När variabler korsar varandra i tabellen kan deras korrelation utläsas. Samtliga variabler innefattas i korrelation och i anslutning till det, även dummyvariabeln gällande noterade bolag.

Varier	Skuldsättningsgrad	Ränteskattesköld	Tillväxtpotential	Storlek	Lönsamhet	Effektiva skattesatsen	Noterat
Skuldsättningsgrad	1						
Ränteskattesköld	-0,0551	1					
Tillväxtpotential	0,0098	-0,163	1				
Storlek	-0,103	0,0113	-0,3484	1			
Lönsamhet	-0,9977	0,0657	-0,0155	0,1005	1		
Effektiva skattesatsen	-0,0976	-0,1456	0,0125	0,2617	0,1076	1	
Noterat	-0,1219	0,2602	-0,2205	0,6203	0,1199	0,3944	1

(Tabell 4: Korrelationen mellan de oberoende och den beroende variabeln)

Utifrån denna analys kan en utläsa att ingen av de oberoende variablerna är helt korrelerade med varandra, vilket innebär att de oberoende variablerna är individuellt signifikanta. Variabler kan i detta skede exkluderas om de har en hög korrelation sinsemellan, då dessa i

regel förklarar samma sak - därtill kan oberoende variabler som saknar korrelation med den beroende variabeln uteslutas. Endast lönsamhet kan anses ha en orimligt hög korrelation till skuldsättningsgraden, vilket medför att en bör överväga att utesluta denna variabel ifrån analysen. Det beror dock med stor sannolikhet på studiens karaktär och det lilla urvalet som inte kan anses vara företrädande för hela branschen. Det är alltså inte en indikation på att lönsamhet alltid innehar en 100% negativ korrelation till skuldsättningsgrad. Ingenting av de övriga oberoende variablerna har en oproportionerlig hög korrelation sinsemellan. Dock skall en påpeka att den starka korrelationen mellan variablerna storlek och notering ändå väcker uppmärksamhet(0,6203) den höga korrelationen kan i viss utsträckning förklaras av att noterade bolag generellt sett är större än onoterade bolag. I denna studie har samtliga oberoende variabler en korrelationen med beroende variabeln, även om tillväxtmöjligheter har en låg korrelation (0,0098) kommer den inte uteslutas, då det snäva data-urvalet med stor sannolikhet ligger till grund för den låga korrelationen. I ett senare avsnitt kommer en regression där variablerna lönsamhet och tillväxtmöjlighet är uteslutna redovisas - för att påvisa skillnaden.

I tabellen framgår det att majoriteten av de oberoende variablerna har en negativ korrelation med skuldsättningsgrad - det är endast variabeln "tillväxtmöjlighet" som har en svagt positiv korrelation.

Notera att dummy variabeln och likaså variabeln storlek innehar en negativ korrelation med skuldsättningsgrad. Noterade och större bolag har alltså tenderat att relativt sett inneha lägre skulder och i och med det också högre lönsamhet. I enighet med ovanstående kan "hypotes 1" förkastas, då de onoterade bolagen har en positiv korrelation till skuldsättningsgrad och en negativ korrelation till lönsamhet. Detta innebär inom studiens parametrar att onoterade bolag trots att de i regel utsätts för en högre grad av informationsasymmetri och en högre kostnad rådande främmande kapital inte följer pecking order teorin i princip alls - då de vid ökad lönsamhet (mer egna vinstmedel) ej prioriterar egna vinstmedel över lån vid finansiering av nya projekt.

En negativ korrelation kan utläsas mellan lönsamhet och tillväxt, medan det finns en positiv korrelation till notering och storlek. I anslutning till detta så har tillväxten en negativ korrelation till noterade bolag. Detta innebär att onoterade och/eller mindre bolag har en

sämre lönsamhet, men en högre tillväxttakt och en högre procentuell ökning av sin omsättning från år till år.

Tabellen nedanför förevisar det förväntade utfallet av korrelation, samt vilken av teorierna som ligger till grund till denna prognos och slutgiltigen det faktiska utfallet av korrelationen.

<i>Variabler</i>	<i>Förväntat utfall</i>	<i>Modell</i>	<i>Faktiskt utfall</i>
Ränteskattesköld	+	Trade-off	+
Tillväxt	+	Pecking order	-
Storlek	+	Trade-off	-
Lönsamhet	-	Pecking order	-
Effektiva skattesatsen	+	Trade-off	+

(Tabell 5: Förväntat och faktiskt utfall för korrelationen)

Som ovan nämnt så är den effektiva skattesatsen, storleken och ränterelaterade skattesköldar negativt korrelerade till beroende variabeln, i motsats till det förväntade utfallet - de alla har dock en positiv korrelation till lönsamhet. Den negativa korrelationen som lönsamhet påvisar till skuldsättningsgrad är i samklang med pecking order teorins förväntade utfall; vilket likväl gäller variabelns tillväxtmöjlighet faktiska utfall. Att samtliga prognoser grundade i i trade-off hypotesen har visat sig felaktiga kan delvis härledas från att bolagen tycks föredra att arbeta efter pecking order teorins premisser och att dessa två på flertalet punkter föreslår direkt motsatta aktioner gällande styrningen av kapitalstruktur.

Variabeln lönsamheten har som ovan nämnt en stark negativ korrelation med skuldsättningsgrad. Detta innebär att "hypotes 2" kan förkastas, då den påstod att en högre lönsamhet bör medföra en högre skuldsättningsgrad - vilket inte är fallet. Vilket styrks av övriga variablers korrelation, vilka pekar mot att bolagen använder sig av pecking order teorin framför trade off hypotesen.

4.1.3 Resultat av regressionsmodellen

Verkningsgraden som de utvalda faktorerna har på skuldsättningsgraden hos bolagen har härletts genom en multipel regressionsanalys. Utöver beroende och oberoende variabler har

en dummyvariabel skapats, denna dummyvariabel visar på vilken påverkansgrad ett bolags notering har på skuldsättningsgraden och kan endast anta värde 1 eller 0. I denna regressionsanalys tas det hänsyn till alla variabler. Detta val har gjorts med åtanke att ingen av de valda variablerna har noll-korrelation med beroende variabeln, samt att de sinsemellan inte har en 100% korrelation. Se kapitel 4.1.2. Följande introduceras en tabell med data från den fullständiga multipla regressionsanalysen.

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,9979
R-kvadrat	0,9959
Justerad R-kvadrat	0,9954
Standardfel	2,7467
Observationer	5

(Tabell 6: Sammanfattning regressionsmodellen)

Syftet med denna uppsats är inte att den på egen hand skall kunna förklara hur läget rörande kapitalstruktur i textilindustrin ser ut idag, utan endast att genom en pilotundersökning skapa en testsituation som fungerar och som vidare forskning ska bygga vidare på. Därav är den höga förklaringsgraden som kan utläsas från R-kvadrat och justerad R-kvadrat ett gott tecken, de värdet förklarar hur väl de dummy/oberoende variablerna förklarar beroende variabeln - att förklaringsgraden är hög visar på att denna modell förklarar de bakomliggande förändringarna gällande skuldsättningsgrad hos de valda textilföretagen på ett uttömmande sätt. Detta kan användas som argument för att denna modell är ett gångbart alternativ för liknande studier i större skala. Men att förklaringsgraden är så hög som 99% är problematiskt, vilket med tanke på det lilla urvalet bör innebära att urvalet inte är representativt.

Att fastställa en specifik anledning till denna absurda förklaringsgrad är komplicerat. Det anses vara framförallt tre faktorer som spelar in. Den första faktorn hänförs till att analysen har få observationer och detta ställs på sin spets då modellen innefattar sju variabler, vilket är ett stort antal för en regression med endast 5 observationer. Detta kan innebära att modellen är överutvecklad och därmed kanske inte är lämplig vid en analys med så få observationer.

Faktor nummer två härleds till att analysen är kopplad till en tidsserie vilket innebär att det kan finnas signifikanta trender som påverkat över denna tidsperiod och därmed medfört en skevt hög förklaringsgrad. Den tredje och mest prominenta faktorn härrör beroende variabeln och oberoende variabeln lönsamhet, då de till viss del emaneras från samma föränderliga storhet, totalt eget kapital. Detta hjälper både till att tydliggöra de två variabelernas höga gemensamma korrelation och den höga förklaringsgraden.

De variabelerna som använts i analysen presenteras nedan med dess signifikans och koefficienter i anslutning. De presenteras i ordningen huvudvariabler; ränteskattesköld, tillväxtnöjlighet, storlek, lönsamhet, effektiva skattesatsen och sedermera dummy variabeln för noterade bolag.

<i>Variabler</i>	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>
Konstant	1,7433	3,9900	0,4369	0,6644
Ränteskattesköld	1,48461E-4	1,0200E-4	1,4555	0,1528
Tillväxt	-0,4755	0,7274	-0,6536	0,5168
Storlek	-0,0590	0,6265	-0,0942	0,9254
Lönsamhet	-1,2659	0,0124	-102,0690	6,0564E-53
Effektiva skattesatsen	2,2751	1,3812	1,6473	0,1068
Noterat	-1,1536	1,1558	-0,9981	0,3238

(Tabell 7: Regressionens koefficienter och signifikansnivå)

Den multipla regressionsanalysen bekräftar som förväntat att majoriteten av variabelerna ej är statistiskt signifikanta, detta kan härledas till att detta är en pilotundersökning med en relativt limiterade fallstudie, därav medföljer ett mindre urval. Den statistiska signifikansen är otillräcklig för alla variabler förutom lönsamhet, resterande variabler uppfyller inte de krav som det 95% konfidensintervallet ställt, vilket kan utläsas i tabellen ovan i kolumnen "p-värde".

Denna studie är en pilotundersökning och fallstudie, vars syfte är att ligga till grund och agera modell för framtida studier i större skala - på grund av studiens karaktär så kan en förbise

avsaknaden av statistisk signifikans. Om detta inte hade varit fallet, så hade de variablerna som inte var statistiskt signifikanta behöva uteslutas och det hade krävts att regression gjordes om utan dessa.

Resultatet påvisar att det finns negativt samband mellan skuldsättningsgrad och lönsamhet, tillväxtmöjlighet, storlek, effektiva skattesatsen samt notering av bolag; varav endast den första är statistiskt signifikant. Detta innebär rent teoretiskt följande; att bolag med hög tillväxtmöjlighet har i regel en lägre skuldsättningsgrad än ett bolag med låg tillväxtmöjlighet, samma förhållande gäller bolag av större storlek, som har högre lönsamhet, som är utsatta för en högre effektiv skattesats samt bolag som är noterade än bolag som är onoterade. Medan variablerna ränteskattesköld och effektiva skattesatsen innehar ett positivt samband till skuldsättningsgraden.

Men på grund av att samtliga variabler (lönsamhet exkluderat) saknar statistisk signifikans, så kan inte de sambanden styrkas på ett legitimt sätt, utan att göra om analysen med ett större urval.

Härefter presenteras en Anova grundad på den multipla regressionen i denna studie. Denna analys visar vad den övergripande signifikansnivån för regressionen är.

<i>Anova</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	8,0971E-50

(Tabell 8: Anova för regressionen)

Den övergripande signifikansnivån för regressionen uppfyller de krav som konfidensintervallen på 95% förbehåller, detta innebär att regressionen i sin helhet är statistisk signifikant. Detta resultat påvisar att modellen som skapats för denna studie är väl anpassad för att undersöka hur och vad som påverkar kapitalstruktur inom svenska textilföretag - då analysen uppnår en statistisk signifikant regression trots ett urval på endast fem företag.

4.1.3.1 Extremvärden

Gällande extremvärden visar regressionsanalysen i den beskrivande statistiken att vissa variabler har ett stort spann mellan dess Min och Max punkt. Detta kan helt enkelt förklaras

av att det urval som gjorts är alldeles för litet för att kunna ses som representativt samt ge ett så pass stort spann vilket gör att det urval regressionen bygger på inte fördelar ut de extrema värdena på tillräckligt många observationer. I den deskriptiva statistiken (Tabell 3) kan värden vilket ses som onormala återfinnas i variablerna ränteskattesköld, (0,88-19310,8), och lönsamheten (-226,26-2.11). Dessa stora spann hade i en undersökning med större urval helt enkelt varit mindre men då denna studiens huvudsakliga mål ej är att framställa ett representativt resultat utan snarare utveckla en modell som skall kunna appliceras på liknande större undersökningar i framtiden. Därav kan en konstatera att det bör ses som varningssignal och att det är högst relevant att ha i åtanke vid framtida forskning.

För att få en bättre bild av vad det är som egentligen påverkar dessa extremvärden kan det vara av intresse att se till specifika år för att hitta någon extraordinär orsak till detta.

Ser man till respektive bolags lönsamhetsvariabel uppvisar Nelly ett exceptionellt lågt värde i lönsamhet just år 2012. Vid närmare undersökning av Nellys finansiella siffror år 2012 uppvisar just måtten för lönsamhet låga siffror där det egna kapitel och årets EBIT båda nästan var minus 1 miljard kronor, vilket helt klart förklarar den låga lönsamheten just det året. I företagets egen förvaltningsberättelse år 2012 beskriver de varför dessa kostnader uppkommit och vart de kan hänföras. Nelly utförde år 2012 en lagerflytt vilket innebar att alla produktflöden i företaget flyttades till Falkenberg från Borås. Bolaget förklarar vidare att det kalla vårvädret resulterade i den låga försäljningssiffror under det andra kvartalet.

Ser vi till beroende variabeln skuldsättning har den ett minimum värde om -12 i tabell 3. Detta kan ses som något märkligt då ett företags skuldsättningsgrad inte bör vara negativ. Men detta kan förklaras av en djupdykning hos Nelly som bidrar med detta värde. Ur företagets förvaltningsberättelse år 2008 kan man utläsa att under året bytte Nelly ägare och ägs numera av mediekoncernen MTG. Detta resulterade i ett förlängt räkenskapsår vilket i sin tur medförde att årets förlust gjorde att det registrerade aktiekapitalet blev förbrukat till mer än 100%. På grund av detta ställde MTG ut en kapitaltäckningsgaranti vilket innebar att Nelly kunde fortsätta vara verksamma trots ett negativt eget kapital och en skuldsättningsgrad som var minus. Minimivärdet kan således förklaras av ett enskilt års extraordinära omständigheter.

4.1.4 Modifierad regressionsanalys

I enlighet med vad som nämns i kapitel 4.1.2 så har en ytterligare regressionsanalys genomförts där variablerna lönsamhet och tillväxtmöjligheter uteslutits. Resultaten presenteras i tre tabeller med relevant data från denna regression nedan.

<i>Regressionsstatistik</i>	
Multipel-R	0,1458
R-kvadrat	0,0212
Justerad R-kvadrat	-0,0657
Standardfel	41,8975
Observationer	5

(Tabell 9: Sammanfattning regressionsmodellen)

<i>Variabler</i>	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>
Konstant	27,6876	56,6108	0,4890	0,6271
Ränteskattesköld	-0,000507	0,00153474	-0,3303732	0,74265123
Storlek	-2,6365688	9,08925069	-0,2900755	0,77309102
Effektiva skattesatsen	-9,1797744	20,940084	-0,4383829	0,66320617
Noterat	-3,6498233	17,6231623	-0,2071038	0,83686315

(Tabell 10: Regressionens koefficienter och signifikansnivå)

<i>Anova</i>	<i>p-värde för F</i>
Regression	0,9113

(Tabell 11: Anova för regressionen)

Genom denna modifierade regression kan en tydligt utläsa att variabeln lönsamhet är en essentiell del i analysen som ligger till grund till den höga förklaringsgraden. Det kan uteslutas att det är variabeln tillväxtmöjlighet exkludering som har medfört den stora skillnaden mellan de två regressionerna, då dennes nästintill obefintliga korrelation till förklaringsvariabeln innebär en högst limiterad påverkansgrad på utfallet av analysen.

Den stora skillnaden mellan regressionerna är oroande, då den påvisar att modellen i princip står och faller med variabeln lönsamhet, dock krävs det ytterligare bevis för att säkerställa att så är fallet - förslagsvis genom en regression med avsevärt fler observationer och där variabelerna skuldsättningsgrad inte emaneras från samma storheter.

5. Slutsats

I detta kapitel kommer studiens slutsatser presenteras, samt besvara den frågeställning som studien är baserad på. Avslutningsvis kommer förslag på framtida forskning framställas, där det ges en bild av varför och hur studien bör användas vid framtida forskning.

5.1 Slutsats

Denna studie bidrar till att öka förståelsen gällande hur fem olika svenska textilföretags kapitalstruktur har förändrats mellan åren 2008 till 2018 och hur dessa förändringar kan förklaras. Utöver ovanstående så efterlämnar studien en modell och teori som kan användas vid vidare forskning kopplad till kapitalstruktur inom textilindustrin, framförallt kopplat den svenska marknaden. Resultaten från regressionen visar på en hög förklaringsgrad av kapitalstruktur, men en låg signifikans gällande de oberoende variabelerna. Vidare, så visar studien på hur bolagen tenderar att förkasta strategier anknutna trade-off hypotesen, och i större utsträckning tycks följa pecking order teorin.

Problemformuleringen för denna studie är: *Hur har skuldsättningsgraden hos fem utvalda företag inom den svenska textilindustrin påverkats av faktorerna ränteskattesköld, tillväxtpotential, storlek, lönsamhet och den effektiva skattesatsen.*

Regressionsmodellen är i sin helhet statistiskt signifikant och dessutom förklaras beroende variabeln enligt regressionsanalysen av de oberoende variabelerna till en hög grad. Den höga förklaringsgraden kan ses som orimlig med tanke på det snäva urvalet - men det är ändå positivt att resultatet lutar åt en högre förklaringsgrad än tvärtom - och detta innebär att den generella modellen och de oberoende variabelerna i denna studie ska vara relevanta vid en analys med större urval av svenska textilföretag. I tidigare kapitel har det härrörts att den

höga förklaringsgraden till stor del kan förklaras av variablerna skuldsättningsgrad och lönsamhet delvis delar en gemensam emanering. Därav bör man vid en replikation av studien eller i samband med vidare forskning undersöka om en reform av härledningen gällande en av de två variablerna det angår medför ett resultat som kan anses vara mer rimligt.

På grund av studiens karaktär, har regressionen som väntat ej medfört en statistisk signifikans på en majoritet av de oberoende variablerna. Den slutsats som med större säkerhet kan härledas är att ökad lönsamhet påverkar kapitalstruktur negativt, då denna variabel trots ett litet urval uppnått en statistisk signifikans - vilket visar att lönsamhet är en nyckelvariabel när en ska studera kapitalstruktur inom svenska textilföretag.

Det lilla urvalet och avsaknad av statistisk signifikans medför att resultaten/sambanden som kan utrönas från denna studie inte kan ses som representativt för bolag än mindre hela textilbranschen. Det den istället bidrar med är en förklaringsmodell som har visat god potential genom framförallt en hög förklaringsgrad av skuldsättningsgrad, som är en gångbar modell att applicera på liknande studier i framtiden med ett större urval inom den svenska textilbranschen. Man skulle då kunna använda de värden denna studiens regressionsanalys givit och använda de som kontrollvärden när den fullvärdiga studien utförs.

Ett annat intressant sätt att använda denna modell vore att applicera den på andra branscher och se huruvida resultatet ter sig och när den inte appliceras på den svenska textilindustrin.

Det finns även en problematik med att studien endast undersökt 50 årsredovisningar där inte mer än ett år skiljer de åt inom samma bolag. Detta är något man i framtida forskning kan ta hänsyn till då man genom ett större urval och längre tidsperiod får en rättvisare bild av dels hur kapitalstrukturen förändrats men också vad som ligger till grund för det. Den korta tidsperioden som datan är insamlad ifrån, kan befinna sig i någon sorts av trend, det vill säga, att den insamlade datan är lik i och med att alla ligger inom loppet av samma trendriktning. Skulle man således samla in data under en längre tidsperiod skulle man kompensera den effekt en viss trend kan ha och därmed också neutralisera den insamlade datan.

Den höga förklaringsgraden som samtliga av denna studiens oberoende variabler besitter innebär att denna modell faktiskt förklarar skuldsättningsgraden på ett bra sätt. Däremot kan en med argumentet att studiens signifikansnivå är låg - påpeka att det denna slutsats saknar ordentlig grund. Detta behöver vägas in i framtida studier som utgår från detta arbete.

Med resultatet från regression dras slutsatsen att urvalet inte är representativt vilket kan bero på den stora skillnaden mellan företagens storlek. En intressant aspekt i framtida forskning vore att ha ett större urval där man också delar upp populationen efter storlek eller rent utav notering.

6. Referenser

Avanza Hämtad 4/4-19

<https://www.avanza.se/aktier/om-aktien.html/5364/hennes---mauritz-b>

Berk, J. & DeMarzo, P. (2011). *“Corporate Finance”*. Third Edition, Pearson Global Edition, Pearson Education

Brav, O 2009, ‘Access to capital, capital structure, and the funding of the firm’, *The Journal of Finance*, 64, 1, pp.263-308

Bryman, A. & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (2 uppl.). Liber.

DeAngelo, H. and R. Masulis, (1980), "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*, vol. 8, no. 1, pp. 3-29.

Denscombe, M. (2014). *Forskningshandboken: för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna* (3. ed.). Lund: Studentlitteratur

Delårsrapport det andra kvartalet december 2018-februari 2019 MQ Hämtad 4/4-19
<http://ir.mq.se/sv/rapporter-och-presentationer>

De Miguel, Alberto, and Julio Pindado. "Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data." *Journal of Corporate Finance* 7.1 (2001): 77-99. Web.

Djurfeldt, Göran, Larsson, Rolf & Stjärnhagen, Ola (2010). *Statistisk verktygslåda – samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder*. 2. uppl. Lund: Studentlitteratur

Doyle, Charles. *A Dictionary of Marketing*. Oxford, United Kingdom: Oxford UP, 2016. Oxford Quick Reference. Web.

Ellos Group (n.d.). Hämtad 2019-03-29 från: <https://www.ellos.se/page/helpdesk/aboutellos>

Fama, E. F. and French, K. R. (2002), “Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt”, *The Review of Financial Studies*, vol. 15, no. 1, pp. 1-33.

Wharton School Hämtad 29/5-19 Finance.wharton.upenn.edu/~jwachter/fnce100/h13.pdf

Gina Tricot (n.d.). Hämtad 2019-03-29 från:
<https://www.ginatricot.com/se/foretagsinformation/om-ginatricot>

Global shift, Mapping the changing contours of the world economy, Peter Dicken 7th Edition Chapter 14 p.453

Hill, Carter R., Griffiths, William E & Lim, Guay C. (2012). Principles of Econometrics. 4. uppl. John Wiley & Sons

H&M Group (n.d.). Hämtad 2019-03-29 från: <https://about.hm.com/sv/about-us.html>
Jonathan Berk, Peter DeMarzo (2017) Corporate Finance, 4th edition, Pearson Global Edition, Pearson Education

Jaggia, Sanjiv, and Alison Kelly. *Business Statistics : Communicating with Numbers*. 3.rd ed. 2019. Print.

Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.

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*

Lincoln, Y. S., & Guba, E. G. (1986). *But is it rigorous? Trustworthiness and authenticity in naturalistic evaluation*. *New directions for evaluation*, 1986(30), 73-84. doi:10.1002/ev.1427

López-Gracia, José & Sogorb-Mira, Francisco. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*. Vol. 31. 117-136

Lönsamhet i detaljhandeln, Svensk Handel Maj 2018 Hämtad 29/3-19
<https://www.svenskhandel.se/globalassets/dokument/aktuellt-och-opinion/rapporter-och-foldrar/lonsamhetsrapport/lonsamheten-i-handeln.pdf>

Modigliani, F. and M. H. Miller, 1963, 'Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction', *The American Economic Review* 53(2), 433-443.

MQ (n.d.). Hämtad 2019-03-29 från: <http://ir.mq.se/sv/historik>

Myers, S.C (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance* 39(3), 572-592.

Nicos Michaelas, Francis Chittenden, Panikkos Poutziouris (1998) 'Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data'

Qliro Group (n.d.). Hämtad 2019-03-29 från: <https://www.qlirogroup.com/varumarken/nelly/>

Sogorb-Mira, F. (2005), "How SME Uniqueness Affects Capital Structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish Data Panel", *Small Business Economics*, vol. 25, no. 5, pp. 447-457.

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

Warner, Jerold B. B. "Bankruptcy, Absolute Priority, and the Pricing of Risky Debt Claims."
Journal of Financial Economics 4.3 (1977): 239-76. Web.