



**GÖTEBORGS UNIVERSITET  
HANDELSHÖGSKOLAN**

**Vilka faktorer påverkar framtagandet av  
kapitalstrukturen i svenska gasellföretag?**

**Kandidatuppsats inom Industriell och finansiell ekonomi**  
Vårterminen 2021

**Handelshögskolan vid Göteborgs universitet**  
**Handledare:**  
Ove Krafft

**Författare:**  
Andreas Brentman Yregård  
Max Guron

# Abstract

Capital structure is a central part of entrepreneurship, especially in young companies. This study has researched how well the traditional capital structure theories (Modigliani & Miller, Trade-off and Pecking order theory) can explain the capital structure of the fast growing gasell-companies along with other factors that could. The purpose of this study is to contribute to an increased understanding of what factors gasell-companies consider and to what extent traditional theories in the subject are relevant in the design of capital structure.

The study was conducted through a survey where 33 gasell-companies participated. The survey was conducted with mainly open-ended questions, inspired by theories in the subject. This was then supplemented by internet research.

The empirical evidence suggests that the capital structure of the gasell-companies can not be explained by the traditional theories. Instead factors like the size and age of the company, the owners personal will to keep control of the company and the company's connection to the family income, explain how the capital structure was preceded.

**Key words:** Capital structure, Trade-off theory, Modigliani & Miller, Pecking order theory, Gasell-companies

# Sammanfattning

Kapitalstrukturen är en viktig del av företagande som sätter prägel på hela verksamheten, inte minst i små växande företag. Syftet med denna studie är att bidra till en ökad förståelse kring vilka påverkningsfaktorer gasellföretag tar hänsyn till, och till vilken grad vedertagna teorier inom ämnet är relevanta, vid utformning av kapitalstruktur. Dessutom undersöker studien om framtagandet av kapitalstrukturen i svenska gasellföretag kan förklaras av vedertagna teorier inom ämnet (Modigliani & Miller, Trade-off teoremet och Pecking order teoremet).

Detta har främst gjorts genom en enkätundersökning som skickats ut till Västra götalandregionens 150 gasellföretag. Enkäten präglades av öppna frågor, med utgångspunkt från de vedertagna teorierna. Enkäten kompletterades med data inhämtning från internet för att samla in den empirin som behövdes.

Resultatet från enkäten visade att gasellföretags, i Västra götalandregionen, framtagande av kapitalstruktur inte kan förklaras av teorin från de vedertagna teorierna. Istället påverkas framtagandet av kapitalstrukturen av faktorer som storlek och ålder på företagen, företagsägarens vilja att behålla kontrollen över företaget och en önskan av att vara skuldfri.

Nyckelord: Kapitalstruktur, Trade-off teoremet, Modigliani & Miller, Pecking order teoremet, Gasell, Gasellföretag

# Förord

Vi vill börja med att visa vår tacksamhet till Ove Krafft på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet som på ett pedagogiskt, stillsamt och berikande sätt varit en föredömlig handledare för oss under kandidatuppsatsarbetet.

Vi vill även rikta ett stort tack till Michelle Plavsich och Ulla Guron, lärare vid Polhems Gymnasiet samt före detta lärare vid Rudebecks Gymnasiet, som tagit sig tiden att läsa igenom uppsatsen. Tillsammans med vår opponentgrupp och vår familj har ni säkerställt en uppsats där språk och struktur är av hög kvalitet. Vi vill också rikta ett stort tack till de gasellföretagen som gjort denna studie möjlig genom att engagera sig och svara på vår enkät.

Ni har hjälpt till att skapa en smidig och rolig arbetsgång, som resulterat i denna studie.

*Andreas Brentman Yregård & Max Guron, Maj 2021*

# Definitionslista

**Kapitalstruktur:** Kapitalstrukturen i ett företag definieras som företagets totala kapital, och visar kombinationen mellan företagets skulder och eget kapital (Corporate finance 2017).

**Eget kapital:** Eget kapital är skillnaden mellan ett företags skulder och tillgångar (FAR 2021)

**Skulder:** En skuld är en befintlig förpliktelse för företag till följd av inträffade händelser och som förväntas ge upphov till utflöde av resurser (FAR 2021).

**Tillgång:** Tillgångar (resurser) som förväntas ge uppkomst till ekonomiska fördelar i framtiden (FAR 2021).

**Totalt kapital:** Summan av eget kapital och skulder (startaetgetinfo, u.å).

**Tillväxtbolag:** Företag som växer kraftigt år efter år (Ekonomifokus, 2021).

**Gasellföretag:** Företag som växer snabbt och som uppfyller följande kriterier (DI, 2021)

- Omsättning > 10 miljoner svenska kronor
- Minst 10 anställda
- Minst fördubblat sin omsättning (om man jämför det första och sista räkenskapsåret)
- Ökat omsättningen varje de senaste 3 åren
- Ett rörelseresultat över de senaste fyra räkenskapsåren som är positivt
- Sunda finanser
- I stora drag vuxit organiskt

**Skattesköld:** En minskning av skattebaserat resultat som uppstår genom ökade avdragsgilla kostnader, exempel på kostnader är räntekostnader, amortering och avskrivningar (Investopedia, 2020).

**Konkurskostnad:** Avser den kostnad som ett företag i finansiell nöd står inför utöver kostnaderna för att göra affärer, till exempel en högre kapitalkostnad. Företag i finansiell nöd tenderar att ha svårare att uppfylla sina ekonomiska skyldigheter, vilket innebär en högre sannolikhet för konkurs. Konkurskostnaderna kan sträcka sig till behovet av att sälja tillgångar snabbt och med förlust för att täcka omedelbara behov (Investopedia, 2020).

**Rörelseresultat:** Ett mått på företagets vinst innan räntor och skattebetalningar (Wikipedia, u.å).

**Emittera aktier:** Nyemission kallas det när ett bolag erbjuder allmänheten och/eller befintliga aktieägare att teckna nya aktier i företaget. Företaget utfärdar då nya aktier för att få in mer kapital till företaget (Avanza).

# Innehållsförteckning

<b>1.0 INLEDNING</b> .....	<b>1</b>
<i>STUDIEN INLEDS MED EN INTRODUKTION TILL ÄMNET SOM FÖLJS AV EN PROBLEMDISKUSSION, SOM SEDAN MYNNAR UT I SYFTE OCH FRÅGESTÄLLNING. DÄREFTER PRESENTERAS STUDIENS AVGRÄNSNINGAR.</i> .....	
1.1 BAKGRUND .....	1
1.2 PROBLEMDISKUSSION.....	2
1.3 SYFTE.....	4
1.4 FRÅGESTÄLLNING.....	4
1.5 AVGRÄNSNING.....	4
<b>2.0 TEORETISK REFERENSRAM</b> .....	<b>5</b>
2.1 VEDERTAGNA TEORIER INOM ÄMNET .....	5
2.1.1 Modigliani & Miller teoremet .....	5
2.1.2 Trade-off teoremet.....	6
2.1.3 Pecking order teoremet.....	6
2.2 YTTERLIGARE TEORIER OM KAPITALSTRUKTUR.....	7
2.2.1 Bankmarknad, bolagsskatt och finanspolitik i Sverige .....	7
2.2.2 Agrawal & Nagarajan.....	8
2.2.3 Mattias Andersson - "Den som är satt i skuld är icke fri" .....	9
2.2.4 Romano, Tanewski & Smyrnios .....	9
<b>3.0 METOD</b> .....	<b>10</b>
3.1 METODANSATS .....	10
3.2 INSAMLING AV TEORI OCH FORSKNING .....	11
3.2.1 Val av teori.....	11
3.2.2 Motivering kring val av teori .....	11
3.3 INSAMLING AV EMPIRI.....	12
3.3.1 Enkätundersökning .....	12
3.3.2 Resonemang kring val av metod.....	12
3.3.3 Undersökningsgruppen .....	12
3.3.4 Utskick av enkätfrågorna .....	13
3.3.5 Etiska utgångspunkter .....	13
3.4 ANALYSMETOD.....	14
3.5 BORTFALL, TILLFÖRLITLIGHET OCH STÄLLNINGSTAGANDE.....	14
<b>4.0 EMPIRI</b> .....	<b>16</b>
4.1. ENKÄTUNDERSÖKNINGEN .....	16
4.1.1 Deltagarnas förhållningssätt till kapitalstruktur. ....	16
4.1.2 Modigliani & Miller och Trade-off teorin .....	18
4.1.3 Pecking order teorin.....	20
4.1.4 Företagens egna synpunkter om kapitalstruktur.....	24
4.2 DATA INHÄMTAD FRÅN ANDRA KÄLLOR .....	25
4.2.1 Företagets ålder & Förhållandet mellan företagets ägare och ledningen.....	25
<b>5.0 ANALYS</b> .....	<b>26</b>
5.1 PÅVERKNINGSFAKTORER HÄRLEDDA FRÅN DE VEDERTAGNA TEORIerna .....	26
5.1.1 Modigliani & Miller .....	26
5.1.2 Trade-off teoremet.....	28
5.1.3 Pecking order teorin.....	29
5.2 ANDRA MÖJLIGA PÅVERKNINGSFAKTORER .....	31

5.2.1 Agrawal & Nagarajan.....	31
5.2.2 Mattias Andersson “den som är satt i skuld är icke fri”.....	32
5.2.3 Romano, Tanewski & Smyrnios .....	32
<b>6.0 SLUTSATS .....</b>	<b>33</b>
6.1 KAN FRAMTAGANDET AV KAPITALSTRUKTUREN I SVENSKA GASELLFÖRETAG FÖRKLARAS AV VEDERTAGNA TEORIER INOM ÄMNET? .....	33
6.2 VILKA ANDRA FAKTORER, UTÖVER DE VEDERTAGNA TEORIerna, PÅVERKAR FRAMTAGANDE AV KAPITALSTRUKTUREN I SVENSKA GASELLFÖRETAG?.....	34
<b>7.0 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING .....</b>	<b>36</b>

## Figurförteckning

Figur 1: Hur viktig anser du att företagets kapitalstruktur är?.....	16
Figur 2: Hur stor andel har företaget i förhållande till totalt kapital?.....	17
Figur 3: Hur finansierar bolaget sin tillväxt?.....	17
Figur 4: Anser ni att skatteskölden påverkar er kapitalstruktur?.....	18
Figur 5: Beaktar ni eventuella konkurskostnader, som en viss nivå av skuldsättning kan innebära om företaget hamnar i finansiell nöd, när ni tar fram er kapitalstruktur? .....	19
Figur 6: Anser ni att konkurskostnader i form av försämrade trovärdighet till leverantörer och kunder, på grund utav för hög skuldsättning, är något som ni beaktar vid val av kapitalstruktur?.....	19
Figur 7: Påverkar räntan på lånen er kapitalstruktur?.....	19
Figur 8: Har företaget tagit in externt kapital i form av lån?.....	20
Figur 9: Har företaget tagit in externt kapital från investerare?.....	21
Figur 10: Anta att bolaget står inför en investering och har befintlig kassa som precis räcker till för att genomföra investeringen. Vilken finansieringskälla föredrar bolaget i sådana fall? .....	21
Figur 11: Anta att bolagets befintliga kassa inte räcker till vid en eventuell investering. Vilken extern finansieringskälla föredrar bolaget i sådana fall? .....	22
Figur 12: Anser ni att företagets lönsamhet påverkar er kapitalstruktur? .....	22
Figur 13: Anser ni att kassaflödets volatilitet eller stabilitet påverkar er kapitalstruktur?.....	23

# 1.0 Inledning

*Studien inleds med en introduktion till ämnet som följs av en problemdiskussion, som sedan mynnar ut i syfte och frågeställning. Därefter presenteras studiens avgränsningar.*

## 1.1 Bakgrund

“Jag kan inte se hur Tesla kommer överleva, givet att deras kapitalstruktur präglas av stora skulder och en verksamhet som genererar fortsatt stora förluster”, uttalade sig vd:n för Vilas Capital Market John Thompson i BBC (Sherman, 2018, 2 May, vår översättning) när han fick en fråga om hur han ser på Elon Musk och hans företag Tesla. Sedan dess har Teslas aktiekurs stigit med 1000% (Morningstar, 2021) detta trots en kapitalstruktur som enligt vedertagna teorier kan sägas vara undermålig.

Kapitalstrukturen talar om hur ett företag finansierat sina tillgångar och därmed även hur hållbar finansieringen av verksamheten är. Hur olika företag strukturerar sin finansiering kan variera stort mellan olika företag och branscher. Företag i branscher som har en jämn produktion och försäljning året runt kan ha en större skuldsättningsgrad, då återbetalningsförmågan är pålitlig. Då återbetalningsförmågan i mer cykliska företag är mer osäker, kan det vara rimligt att ha en lägre skuldsättningsgrad. Faktorer som huruvida företaget är noterat på en offentlig marknad eller styrs av en stiftelse påverkar också hur kapitalstrukturen ser ut. Det är nämligen indirekt ägarna som bestämmer hur kapitalstrukturen utformas i företagen och det är deras preferenser som avgör hur verksamheten finansieras.

Kapitalstrukturen präglas även av makro- och mikroekonomiska händelser i samhället som till exempel räntenivåer och statliga bidrag. Oroligheter i omvärlden kan påverka företagens investeringsbeslut och därigenom deras kapitalstruktur. Utifrån detta behöver företag en stabil kapitalstruktur för att tackla framtida händelser och hitta en balans mellan skulder och eget kapital; en balans som ger möjlighet för investeringar men också skapar en finansiell hållbarhet.

Det har länge diskuterats hur företag bör utforma sin kapitalstruktur och om det finns ett optimalt sätt att göra detta på. Forskarna Modigliani & Miller (1958) menade, att företag



uppnår en optimal kapitalstruktur genom att skuldsätta sig och dra nytta av en skattesköld, medan forskaren Mayers (1984) tog fram en hierarkisk ordning av finansieringsmedel, istället för att direkt fokusera på själva utformningen av kapitalstrukturen. Teorierna lärs ut inom de flesta ekonomiutbildningar runt om i världen och kan idag sägas vara allmänt vedertagna. Utifrån de vedertagna teorierna har företag försökt utforma en optimal kapitalstruktur, samtidigt som teorierna ignoreras helt av andra företag, som till exempel Tesla.

## 1.2 Problemdiskussion

Flertalet empiriska studier om kapitalstruktur har visat att många företag avviker från den traditionellt optimala kapitalstrukturen, trots att teorier som denna varit allmänt kända i över 50 år. Forskare har börjat ifrågasätta huruvida dessa teorier tar hänsyn till alla faktorer företagsledningen ställs inför vid utformning av kapitalstruktur. Oaktat att det forskats en del om hur kapitalstrukturen ser ut i olika företag och branscher finns det fortfarande kunskapsbrister kring vilka faktorer företagsledningen tar hänsyn till vid val av kapitalstruktur, inte minst ur ett svenskt perspektiv. Detta i kombination med att kapitalstrukturen i många fall avviker från den traditionellt optimala, gör ämnet högst relevant att undersöka.

För att bilda sig en uppfattning om vilka faktorer som spelar in vid val av kapitalstruktur måste man först förstå hur teorierna utvecklats och kritiserats under tidens lopp. Enligt Modiglianis & Millers (1958) teori kan företag öka värdet på sin verksamhet genom att skuldsätta sig så mycket som möjligt och dra nytta av skatteskölden. Kraus och Litzenberger utvecklade teorin och lade till begreppet konkurskostnader, som tar hänsyn till risken för konkurs. Risken för konkurs ökar i takt med att skuldsättningen ökar och därmed blir teorin mer realistisk enligt Kraus och Litzenberger. Teorin kom att kallas trade-off teorin.

Det finns fortfarande en del tveksamheter i trade-off teorin trots Kraus och Litzenbergers vidareutveckling. Bland annat tar teorin inte hänsyn till vilken bransch företagen är verksamma inom. En hög skuldsättning kräver fasta räntebetalningar och amorteringar till banken, oavsett hur verksamheten presterar. Cykliska företag, som nämndes i inledningen, är beroende av trender och får in majoriteten av sina intäkter under en viss period. Det kan därför vara rimligt att anta, att ett cykliskt företag inte är berett att skuldsätta sig lika mycket som ett företag med stabila intäkter. Det kan argumenteras för att sådana faktorer vägs in

konkurskostnaderna i trade-off teorin, men då blir utmaningen att värdera risken och storleken för just sådana kostnader. Teorin tar inte heller hänsyn till om företag vill skuldsätta sig, vilket blir problematiskt. En teori som utgår från att företag behöver uppta lån för att uppnå en optimal kapitalstruktur beaktar inte företagsägarens egna preferenser.

Stewart C Myer (1984) har länge varit en kritiker till trade-off teorin och menar att det finns flera faktorer och omständigheter som påverkar kapitalstrukturen än de Modigliani & Miller ansåg. Meyer (1984) utformade pecking order teorin, som istället för att ta fram en optimal kapitalstruktur, föreslår en optimal hierarkisk ordning av finansieringsmedel. I likhet med trade-off teorin är Meyers teorem generaliserande och saknar verklighetsförankring när det kommer till vad företagarna själva föredrar.

Stora, redan etablerade företag, har en kapitalstruktur som sällan genomgår stora förändringar. En anledning till detta kan vara att företagen redan har en struktur som har visat sig fungera historiskt, samt att det medför kostnader vid förändring av kapitalstruktur (Fama & French, 2002). Det blir därmed intressant att undersöka vilka påverkningsfaktorer företag har i ett tidigare skede, när organisationerna inte har stora tillgångar att luta sig mot och ingen redan etablerad kapitalstruktur. Yngre företag förknippas ofta med en stark tillväxt de första åren. Sådana tillväxtbolag växer antingen organiskt eller via förvärv och tillväxten för i många fall med sig ett större behov av extern finansiering.

De vedertagna teorierna är utformade på antagandet att företag alltid kan uppta lån, vilket kan sägas stämma någorlunda överens när det gäller stora etablerade företag. När det kommer till tillväxtföretag kan det antas att detta antagande inte är helt applicerbart. Företag som inte hunnit bevisa att deras affärsidé är hållbar och som tidigare nämnts inte har stora tillgångar som säkerhet, upplever svårigheter att låna på den svenska bankmarknaden (Företagarna, 2021). Den svenska bankmarknaden är hårt reglerad av bland annat kapitalbuffertar, krav som skapar en konservativ utlåningspolicy sett ur tillväxtföretagens synvinkel. Regleringar som politiker inför för att skydda företagen och samhället från ekonomiska kriser, väcker frågan om politikens beslut har en påverkan på tillväxtföretagens kapitalstruktur. En faktor som de vedertagna teorierna inte beaktar.

Utöver att det är intressant att undersöka tillväxtföretag då dessa till större grad än andra förändrar sin kapitalstruktur, så är det dessutom av intresse att undersöka tillväxtbolag ur en

samhällsekonomisk synvinkel. Det är allmänt känt att mindre tillväxtbolag står för en stor del av antalet nya jobb. En typ av tillväxtföretag är så kallade gasellföretag. Faktum är att två av fem nya jobb inom den privata sektorn skapas av gasellföretag (Kiepels, 2019, 7 Okt). För samhället är det essentiellt att gasellföretagen överlever, då de skapar arbete, välstånd och skatteintäkter. Kapitalstrukturen som återspeglar företagets finansiella hållbarhet och dess underliggande påverkningsfaktorer är därför av särskilt vikt att undersöka hos gasellföretagen.

### 1.3 Syfte

Syftet med studien är att bidra till en ökad förståelse kring vilka faktorer gasellföretag tar hänsyn till och till vilken grad vedertagna teorier inom ämnet är relevanta vid utformningen av kapitalstruktur.

### 1.4 Frågeställning

Studiens syfte mynnar ut i följande frågeställning:

- Kan framtagandet av kapitalstrukturen i svenska gasellföretag förklaras av vedertagna teorier inom ämnet?
- Vilka faktorer, utöver de vedertagna teorierna, påverkar framtagandet av kapitalstrukturen hos svenska gasellföretag?

### 1.5 Avgränsning

Kapitalstrukturer existerar i alla företag och organisationer. Denna studie kommer att behandla kapitalstrukturer i tillväxtbolag, mer preciserat gasellföretag inom Västra götalandregionen. Studiens teoretiska utgångspunkt kommer avgränsas till tre vedertagna teorier som kompletteras med ytterligare teorier. Dessa vedertagna teorierna är Modigliani & Miller, trade-off teoremet och Pecking order teoremet.

## 2.0 Teoretisk referensram

*I detta kapitel presenteras det teoretiska ramverk som ligger till grund för studien. Syftet med kapitlet är att sammanfatta lämpliga teorier som behandlar kapitalstruktur, för att sedan knyta ihop empirin och analysen. Kapitlet består av två delar. I första delen presenteras de vedertagna teorierna inom ämnet, Modigliani & Miller teoremet, trade-off teoremet och pecking order teoremet. I andra delen presenteras tidigare forskning inom ämnet och fakta som, utöver de vedertagna teorierna, syftar till att möjliggöra en nyanserad analys av studiens empiri.*

### 2.1 Vedertagna teorier inom ämnet

#### 2.1.1 Modigliani & Miller teoremet

Forskarna Modiglianis & Millers teori om optimal kapitalstruktur från år 1958 kan ses som en av de viktigaste teorierna inom corporate finance området (Berk & DeMarzo, 2017). Det finns två versioner av Modigliani & Miller teoremet, båda vars grundläggande antaganden nu kommer presenteras. Versionerna bygger på två propositioner.

Den första versionen bygger på att världen är en perfekt effektiv marknad där skatter, konkurskostnader och asymmetrisk information inte existerar. Även om konkurser existerar finns det inga relaterade kostnader till dessa. Teorin bygger även på avsaknaden av transaktionskostnader. I en sådan värld påverkar inte kapitalstrukturens utformning värdet på bolaget. Eftersom skatter inte existerar, går det inte att utnyttja skatteskölden. Den andra propositionen förklarar att företagets kostnad för eget kapital är direkt beroende av företagets skuldsättningsgrad. En ökad skuldsättning ökar risken i bolaget och detta vill ägarna få betalt för. Ett företag som belånas får en ökad risk som går ut över ägarna, som i sin tur kräver en riskpremie. Sammanfattningsvis kan det sägas att i en värld utan skatter och asymmetrisk information kan företag inte öka värdet på organisationen genom att förändra kapitalstrukturen.

Några år efter publikationen av teorin medgav forskarna att antagandet inte tar hänsyn till skatter vilket problematiserade teorin. Teorin gjordes därför om och adderade skatter till beräkningarna. Genom denna förändring blev slutsatsen att företag kan öka värdet på sin

organisation med en högre skuldsättning, genom en så kallad skattesköld. En högre skuldsättning leder enligt teorin till högre räntekostnader. Dessa kostnader belastar resultatet negativt och företag får på så vis ett lägre beskattningsbart resultat. Kassaflödet ökar genom den minskade skatten och företaget uppnår ett högre företagsvärde. Kapitalstrukturen påverkar därför företagsvärdet i Modigliani & Millers andra version av teorin (Berk & DeMarzo, 2017).

### 2.1.2 Trade-off teoremet

Trade-off teoremet baseras på Modiglianis & Millers antaganden om kapitalstruktur. Forskarna Krautz & Litzenberger (1973) hävdade att teorin behövde kompletteras med en faktor som tar hänsyn till den ökade risk som en större skuldsättning medför, det vill säga risken för konkurs. Därför presenterades en teori vid namn trade-off teoremet som tog hänsyn till den ökade kostnaden som en högre risk medför. Krautz & Litzenberger menade att en ökad skuldsättning ger fördelar i form av en större skattesköld men också nackdelar i form av kostnader relaterade till en eventuell konkurs. Sådana kostnader kan vara indirekta (sämre leverantörsvillkor på grund av ökad osäkerhet) och direkta kostnader (finansiell kostnad av att gå i konkurs). Marginalnyttan av en högre skuldsättning minskar, då konkurskostnaderna ökar i samma takt på grund av förhöjd risk. Företagen kommer därför behöva göra en avvägning och försöka hamna på den optimala punkten. Teorin är bland de populäraste inom ämnet och används i de flesta läroböcker.

### 2.1.3 Pecking order teoremet

Pecking order teorin togs fram av Donaldson (1961) men blev först uppmärksammas då Myers (1984) modifierade teorin i den välciterade artikeln "Capital Structure Puzzle". Teorin föreslår en hierarkisk ordning av finansieringsmedel.

Myers baserade pecking order teorin på Myers & Majlufs (1984) upptäckter i artikeln "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". Myers & Majluf kom fram till att det finns en viss kostnad förknippad med extern finansiering (utöver det administrativa) när företagsledningen vet mer om värdet på företags tillgångar än vad utomstående investerare gör.

Ur denna upptäckt lades grunden till pecking order teorin som syftar till att minimera informationsasymmetrin mellan företagsledningen och investerare genom val av finansieringskälla (Fama & French, 2002). Myers föreslår att företag bör finansiera projekt med interna medel. Om extern finansiering är nödvändig föredras lån framför eget kapital.

Vidare menar Myers att företaget anpassar vinstutdelningen efter investeringsbehov, fastän utdelningspolicyn är trögrörlig och utdelningsmålet endast är marginellt justerat till lönsamma investeringsmöjligheter. Den trögrörliga utdelningspolicyn och fluktuationer i lönsamhet innebär att kassaflödet förr eller senare kommer vara otillräckligt för att genomföra investeringar. När detta sker minskar bolaget sin kassareserv. Om extern finansiering behövs ska bolaget enligt teorin emittera den säkraste skulden först vilket är upptagning av lån, därefter hybridobligationer och i nödfall eget kapital. Myers påpekar att teorin inte definierar en optimal skuldsättningsgrad eftersom det finns två typer av eget kapital, intern och externt, en högst upp respektive en längst ner i hierarkin.

Enligt Myers teori går det att urskilja ett antal faktorer som påverkar kapitalstrukturen. Bolag som konsekvent genomför stora investeringar har större behov av att uppta lån än bolag som gör mindre investeringar. En hög lönsamhet innebär att bolaget behöver en lägre skuldsättning eftersom bolaget till större del kan finansiera investeringar med vinstmedel. Det är mer troligt att företag med volatila kassaflöden har en lägre skuldsättning för att minska risken att behöva uppta en riskabel extern finansiering vid investeringsbehov (Fama & French, 2002).

## 2.2 Ytterligare teorier om kapitalstruktur

### 2.2.1 Bankmarknad, bolagsskatt och finanspolitik i Sverige

Reglering av banker har till syfte att skydda medborgarnas och länders kapital från finanskriser och andra typer av händelser som riskerar att dra banker inför konkurs. Regleringen består främst av tre olika typer av krav: kapitalkravet, likviditetskravet och resolution (Svenskt näringsliv, 2019). Detta leder till högre räntor för aktörer som i sin tur ska låna pengar från banker, men leder också till en motvilja från banker att låna ut i lika stor utsträckning som förr. Företagarna (2018) skriver att 50% av småbolagen i Sverige upplever

svårigheter att ta lån och nämner samtidigt att 67% av småbolagen inte upptagit något lån. Reporäntan ligger sedan 2020 på 0% från att legat på minus sedan 2015. Reporäntan påverkar bankers utlåning till företag och med en låg reporänta följer en låg utlåningsränta (Riksbanken, 2021).

Bolagsskatt är en typ av skatt som omfattar vinsten som ett aktiebolag genererar. Bolagsskatten i Sverige 2021 ligger på 20,6% vilket betyder att 20,6 kronor för varje 100 kronor ska betalas i skatt. Skattesatsen har historiskt varierat, mellan 1970 och 1989 låg skattesatsen i ett intervall mellan 50-60% (Ekonomifakta, 2020).

Inom svensk skattereglering har det under lång tid funnits möjlighet för organisationer att göra olika ränteavdrag med syftet att underlätta för organisationernas finansiering. Dessa ränteavdrag har begränsats allt eftersom skatten reducerats. 1990- och 2000-talet har präglats av flera ränteavdragsregler som begränsat företagens möjlighet att dra av skatten på sitt beskattningsbara resultat (Skatteverket, 2021).

### 2.2.2 Agrawal & Nagarajan

Forskarna Anup Agrawal & Nandu Nagarajan (1990) publicerade en artikel om förhållandet mellan kapitalstruktur och ägarförhållande i amerikanska börsnoterade aktiebolag. De fann ett samband mellan företag som är majoritetsägda av företagsledningen och företag utan lån. Företag vars ledning äger större delen av aktierna uppvisar större familjeengagemang i verksamheten. Detta då företags ledning, som äger och styr större delen av verksamheten, en gång i tiden grundat företaget och fortsatt styr det med familjen. Sambandet mellan företag utan lån och familjeägda företag förklaras av en vilja att minska riskerna som finansiering med skulder innebär. Företagen väljer därför en kapitalstruktur som leder till en minskad risk för företaget och därav för familjens förmögenhet. Företag som har en kapitalstruktur som kännetecknas av bland annat lån har däremot vanligtvis inte en ledning som också är majoritetsägare. Detta tyder på att ledningen i sådana företag är beredda att riskera mer än företag (vanligtvis mindre företag) vars ledning oftast också är storägare i företagen. Företagsledningar vars egna kapital inte påverkas av riskerna som följer av en viss kapitalstruktur tenderar att finansiera organisationen och tillväxten med lån medan företag som till stor del är finansierade fullt ut av ägarna avvisar kapital från främmande aktörer.

### 2.2.3 Mattias Andersson - “Den som är satt i skuld är icke fri”

Andersson (2021, 28 Jan) menar att lån begränsar småföretagarnas möjlighet till frihet. Han hävdar att en av anledningarna till att många startar ett bolag är på grund av självbestämmande; att få styra över sin egen tid och sitt eget arbete. Att företag ökar sin belåning begränsar entreprenörens självbestämmande och frihet enligt Andersson som påpekar att “den som är satt i skuld är icke fri och den frihet som företagare drömmer om krossas av den skuldbörda...”. Andersson menar således att entreprenörens frihet som följer med att vara sin egen chef kan vara en faktor som påverkar företagets kapitalstruktur.

### 2.2.4 Romano, Tanewski & Smyrnios

Forskarna Romano, Tanewski & Smyrnios (2000) använde sig av en modell där man tog fram 5000 slumpvis valda företag för att analysera beslut angående kapitalstruktur utifrån en rad olika parametrar. Det visade sig att företag som bara varit verksamma i några år tenderar att ha lägre skuldsättning än företag som varit verksamma under en längre tid. Anledningen till detta var bland annat svårigheterna för företag i ett tidigt stadium att uppta lån från banker, då dessa antingen vill ha säkerhet i form av tillgångar eller se bevis på att affärsidén fungerar. Dessutom tenderar små familjeägda företag att finansieras av eget kapital då man inte vill exponera sig för risk relaterat till konkurs. Större och äldre företag däremot tycks ha lättare att få lån från banker då de dels visat en hållbar affärsplan men också innehar tillgångar som banker kan ta i säkerhet.



## 3.0 Metod

*Detta kapitel behandlar studiens upplägg och genomförande. Första delen kommer att beröra studiens metodansats och behandlar vilken teknik som användes för att samla in empirin och teorin. Detta följs av två delar med en genomgång av hur teorin respektive empirin samlades in. Kapitlet avslutas med en diskussion kring bortfall och ställningstagande.*

### 3.1 Metodansats

Då frågeställningen delvis syftar till att analysera och dra slutsatser kring etablerade teorier inom ämnet har ett deduktivt tillvägagångssätt applicerats. Ett sådant tillvägagångssätt innebär att hypoteser härleds ur befintliga teorier och sedan prövas empiriskt i det aktuella fallet (Patel & Davidson, 2017, 4:e upplagan). De tre vedertagna teorierna som lagt grunden till ämnet kapitalstruktur har varit utgångspunkten för studien och validiteten hos dessa har sedan testats utifrån en empirisk studie. Studien har även inslag av ett induktivt tillvägagångssätt då empiriska data medfört att ytterligare teorier analyserats. Dessa teorier benämns som "Ytterligare teorier om kapitalstruktur" i teoriavsnittet 2.2. Forskare som väljer det induktiva tillvägagångssättet studerar forskningsobjektet utan att först ha förankrat undersökningen i tidigare vedertagna teorier (Patel & Davidson, 2017, 4:e upplagan). Genom att kombinera det deduktiva med det induktiva tillvägagångssättet, stärktes objektiviteten i undersökningen utan att förhindra upptäckter av nya rön inom området.

Studien har ett kvantitativt tillvägagångssätt, med kvalitativa inslag. 33 olika svar har samlats in och analyserats från den valda målgruppen. Svaren har hämtats från en enkätundersökning som innehåller frågor vars svar både är av den kvantitativa och den kvalitativa typen av data. Undersökningen innehåller således primärdata då data tidigare inte existerat. Utöver primärdata har sekundärdata samlats in för att komplettera enkätundersökningen, då empirin från denna inte var tillräcklig för en nyanserad analys.

## 3.2 Insamling av teori och forskning

### 3.2.1 Val av teori

Studiens forskningsfråga har utformats utifrån ett perspektiv som grundats på tidigare teorier inom ämnet. Val av teori blir således de vedertagna teorierna som behandlar kapitalstruktur inom företagsekonomi. Dessa teorier är Modigliani & Millers från 1958, trade-off teorin från 1973 och pecking order teorin från 1984. För att komplettera dessa teorier har ytterligare forskning inom ämnet tagits med. Dessa teorier är Agrawals & Nagarajans (1990) teori om förhållandet mellan kapitalstruktur och ägarförhållande, Romanos, Tanewskis & Smyrnios (2000) teori om förhållandet mellan storleken på ett företag och dess kapitalstruktur och Mattias Anderssons (2021) artikel om entreprenörens frihet. Dessutom presenteras fakta om den svenska bankmarknaden, svensk finanspolitik och bolagsskatt. Dessa teorier har valts utifrån ett induktivt tillvägagångssätt baserat på empiri från enkätundersökningen. Teoriavsnittet inleds med de vedertagna teorierna som följs av de ytterligare teorierna.

### 3.2.2 Motivering kring val av teori

Det finns många teorier inom företagsekonomi som går att koppla till kapitalstruktur, teorier som inte ryms i en C-uppsats. Därför valdes teorier som återfinns i de flesta kursböcker över världen och som är återkommande inom den företagsekonomiska undervisningen: Modigliani & Miller teoremet, trade-off teoremet och pecking order teoremet. Dessa teorier anses även ha lagt grunden till forskningsämnet kapitalstruktur och en stor del av senare forskning inom ämnet är baserat på dessa (Myers 1984, Fama & French 2002) och anses i denna studie vara allmänt vedertagna.

Utöver de teorier som anses vedertagna, fungerar de ytterligare teorierna som ett verktyg för att kunna genomföra en nyanserad analys utifrån den insamlade empirin. De här tre teorierna blir, som nämndes i metodansatsen, en konsekvens av det induktiva tillvägagångssättet. Teorierna valdes utifrån deras förmåga att kunna förklara och analysera empirin. Avsnittet om den svenska bankmarknaden, svensk finanspolitik och bolagsskatt togs med för att styrka analysen av Modiglianis och Millers teori.

## 3.3 Insamling av empiri

### 3.3.1 Enkätundersökning

Empirin har inhämtats genom en enkätundersökning som skickats ut till en förvald undersökningsgrupp. Enkäten har utformats med utgångspunkt från de teorier som i denna studie anses vara vedertagna. Teorierna har först noga analyserats för att skapa en uppfattning om deras perspektiv och antaganden till kapitalstruktur. Enkätfrågorna utformades därefter med upplägget allmänna frågor, följt av frågor med utgångspunkt ur pecking order teorin och därefter frågor med utgångspunkt ur trade-off teorin för att till sist avslutas med öppna frågor där deltagarna ges utrymme att själva uttrycka åsikter om sin kapitalstruktur (bilaga 1). Frågorna i enkäten kompletteras med en förklaring om vad vissa begrepp innebär, som till exempel skatteskölden. Detta för att ge alla företag chansen att förstå innebörden av frågan. Upplägget av enkätfrågorna har utformats för att på ett enkelt sätt kunna analysera empirin med dem vedertagna teorier samtidigt som deltagarnas svar kan ge upphov till andra möjliga påverkningsfaktorer än som kan hämtas från de vedertagna teorierna.

### 3.3.2 Resonemang kring val av metod

Fördelarna med vald metod är att enkätundersökningen kunde göras på ett mycket större urval än vad en eventuell intervjuundersökning hade kunnat göra med hänsyn till tidsfaktorn. Dessutom gav enkäten lättolkade svar som snabbt gick att analysera. Nackdelen med vald metod, utöver det stora bortfallet, var framför allt det faktum att respondenten endast kunde svara på de frågor som framgick av enkäten. Detta innebar att respondenternas möjlighet att fördjupa sina svar begränsades.

### 3.3.3 Undersökningsgruppen

Undersökningsgruppen har valts utifrån studiens avgränsning: gasellföretag år 2020 i Västra Götalandsregionen. Dessa är 146 företag enligt Dagens Industri (2021). Efter kontakt med Dagens Industri ändrades denna siffra till 150 företag. Dessa företag är både stora och små till storlek och återfinns i många olika branscher. Företagen är ett urval ur en population av 847 gasellföretag i Sverige. Gasellföretagen i Västra Götalandsregionen utgör närmare 20% av dessa företag.

### 3.3.4 Utskick av enkätfrågorna

När enkäten var klar påbörjades arbetet med att ta fram kontaktuppgifter till de 150 aktuella företagen. Här användes företagets hemsida primärt med ett fokus på att hitta kontaktuppgifter till bolagets ägare och om dessa inte fanns, användes bolagets allmänna mejladress. När dessa kontaktuppgifter inhämtats påbörjades utskick av första mejlet till undersökningsgruppen. Detta mejl fungerade som ett introduktionsmejl där såväl syftet med enkäten som ämnet förklarades (bilaga 2). Därefter skickades ett andra mejl som utformades på ett visst sätt, beroende på om företaget svarat på det första mejlet eller inte. Detta mejl innehöll länken till enkäten (bilaga 3). Undersökningsgruppen fick sedan 3 dagar på sig att svara, därefter skickades ett påminnelsemejl (bilaga 4).

### 3.3.5 Etiska utgångspunkter

Studien har utformats utifrån Vetenskapsrådets riktlinjer om god forskningssed (Vetenskapsrådet, 2017). Riktlinjerna handlar i hög grad om att hitta en balans mellan att bevara undersökningsgruppens integritet samtidigt som kunskapsintresset värnas. Kunskapsintresset innebär att studier ska bidra med ny legitim kunskap. Detta kan begränsas av andra intressen som Vetenskapsrådet tar upp, till exempel integritetsintresset. Syftet med enkätundersökningen var att samla in den empiri som krävdes för att svara på frågeställningen och en stor vikt lades därför på kunskapsintresset.

Studien har också tagit hänsyn till undersökningsgruppens integritet genom att den följt de fyra huvudkraven: informationskravet, konfidentialitetskravet, nyttjandekravet och samtyckeskravet (Vetenskapsrådet, 2017).

Informationskravet innebär, bland annat, att undersökningsgruppen ska informeras om syftet med enkäten och vara medvetna om under vilka villkor de deltar. Dessa villkor är uppfyllda då enkäten skickades ut till undersökningsgruppen efter det att de mottagit ett mejl med information om villkor och syfte med enkäten (se bilaga 2).

Konfidentialitetskravet innebär att alla känsliga uppgifter och personuppgifter ska behandlas och skyddas med konfidentialitet. Detta är uppfyllt då enkätens resultat endast publiceras utan företagsnamn i studiens empiri. Vidare har företagsnamnen endast hanterats av studiens författare utan att ha spridits vidare.

Nyttjandekravet, som innebär att uppgifterna som samlats in via enkäten endast får användas i forskningsändamål uppfylls, då enkäten endast har använts till denna forskningsstudie.

Samtyckeskravet innebär att undersökningsgruppen måste ge sitt samtycke till att vara med i studien. Detta krav har infriats då undersökningsgruppen gjort ett aktivt val att vara med i studien genom att själva fylla i enkäten.

### 3.4 Analyismetod

Analysen följer teoriavsnittets upplägg. Empirin analyseras först utifrån de vedertagna teorierna, därefter följer en analys som kan härledas från de ytterligare teorierna. Empirin består både av kvalitativ och kvantitativ data.

### 3.5 Bortfall, tillförlitlighet och ställningstagande

Som tidigare nämnts skickades enkäten ut till Västra Götalandsregionens 150 gasellföretag. Av dessa svarade 33 gasellföretag på enkäten, en svarsfrekvens på 22%. Detta betyder att det externa bortfallet landade på 78%. Det råder delade meningar i forskningsvärlden om vad en acceptabel svarsfrekvens är. Enligt det börsnoterade programvaruutvecklarföretaget Surveymonkey anses en svarsfrekvens på mellan 20-30%, när enkätundersökningen görs via e-post eller internet, vara mycket bra (Surveymonkey, 2021).

Enligt Patel & Davidsson bör försök göras att ta reda på anledningen till bortfallet om det närmar sig 20%, eftersom det externa bortfallet kan påverka studiens validitet (Patel & Davidsson, 2017). Därför blev det intressant att studera om det fanns några gemensamma faktorer hos de företag som valt att inte svara på enkätundersökningen.

Enkätundersökningen i denna studie präglades av brist på tid vilket bland annat påverkade möjligheten att hitta och få fram kontaktuppgifter till lämpliga kontaktpersoner inom gasellföretagen. I de fall där kontaktuppgifterna inte fanns tillgängliga på internet skickades ett första mejl till gasellföretagens allmänna kontaktfunktion. Detta kan ha påverkat svarsfrekvensen, då många mejl kan ha fastnat i mejlkorgen och aldrig letat sig fram till rätt person. Tidsfaktorn kan även ha påverkat gasellföretagens möjlighet att hinna svara på enkäten. Många företag har ont om tid och väljer att prioritera viktiga frågor över

enkätundersökningar. Detta i kombination med att undersökningen endast gav företag drygt en vecka på sig att svara kan ha bidragit till bortfallet. Med detta i åtanke drogs slutsatsen att bortfallen inte har några gemensamma nämnare som påverkar studiens validitet.

Då urvalet utgör cirka 20% av populationen väcktes frågan om huruvida urvalet var representativt för hela populationen. En gemensam faktor bland urvalet är att de alla är baserade i Västra Götalandsregionen. Denna faktor anses inte kunna utgöra skäl för att urvalet inte skulle vara representativt för populationen. Utöver detta kan det argumenteras för att urvalet och populationen inte skiljer sig avsevärt åt, då kraven för att bli kallad ett gasellföretag är samma för alla bolag i Sverige. Den samlade bedömningen blev att urvalet anses representativt för populationen.

Syftet med enkätundersökningen var att undersöka och bidra till ökad förståelse för vilka påverkningsfaktorer som beaktas vid val av kapitalstruktur i gasellföretag i Sverige. Det antogs att svarsfrekvensen och bortfallet inte var några faktorer som påverkade studiens validitet. Det sista som beaktades vid val av metod var huruvida urvalet var tillräckligt stort för att kunna uppfylla studiens syfte. Dessa tre antaganden, tillsammans med kompletterande sekundärdata, lade grunden för antagandet att enkätundersökningens utformning bidrog till att uppfylla studiens syfte. Studien kunde därefter gå vidare till att presentera empirin, som tas upp i nästa kapitel.

## 4.0 Empiri

Empirin presenteras i två avsnitt. Det första avsnittet presenterar empirin hämtad genom enkätundersökningen, vilket inleds med övergripande information om företagen. Det andra avsnittet presenterar kompletterande data som hämtats in från andra källor.

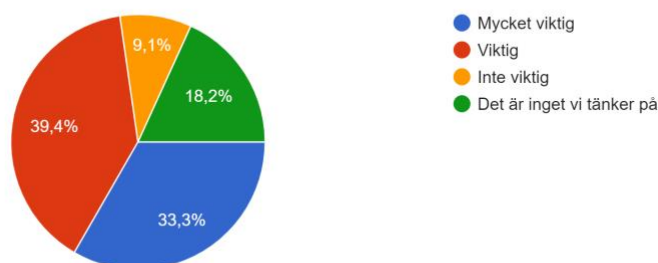
### 4.1. Enkätundersökningen

Innan en djupdykning i kapitalstrukturen hos de 33 deltagande företagen äger rum kan det vara av relevans att förstå lite om vilka dessa företag är. Företagen är verksamma inom en mängd olika branscher. Sju företag är verksamma inom byggbranschen, sex företag är verksamma inom IT, fem företag är verksamma inom konsultbranschen, tre företag verksamma inom utbildning och lika många är verksamma inom industriell tillverkning. De återstående företagen är verksamma inom juridik, restaurang, arkitektur, fastighet och kapitalförvaltningsbranscherna. Samtliga av respondenterna har varit delägare. Samtliga bolag har ett positivt rörelseresultat med en majoritet som ligger mellan 10–20% rörelsemarginal. Endast ett av företagen var noterat på en börs.

#### 4.1.1 Deltagarnas förhållningssätt till kapitalstruktur.

Diagrammet nedan visar att en klar majoritet att företagen ansåg att kapitalstruktur är en viktig del av deras verksamhet.

Hur viktig anser du att företagets kapitalstruktur är?  
33 svar



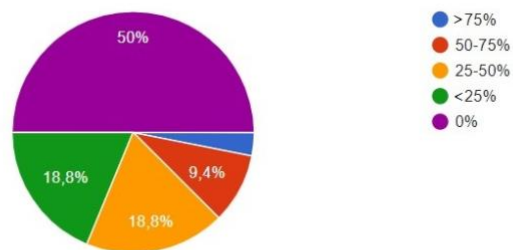
Figur 1: Hur viktig anser du att företagets kapitalstruktur är?

Det visade sig att många av företagen endast använder eget kapital för att bedriva verksamheten. Företagen fick svara på hur stor andel skuld bolaget har i förhållande till totalt kapital och 50% av företagen rapporterade att de hade 0% i skuld. En skuldsättningsgrad som

översteg 50% är ovanligt bland deltagargruppen (figur 2). Viktigt att tänka på är att skuld i detta fall även avser kortfristiga skulder i form av leverantörsskulder och skulder från kreditinstitutioner.

Hur stor andel skulder har företaget i förhållande till totalt kapital?

32 svar

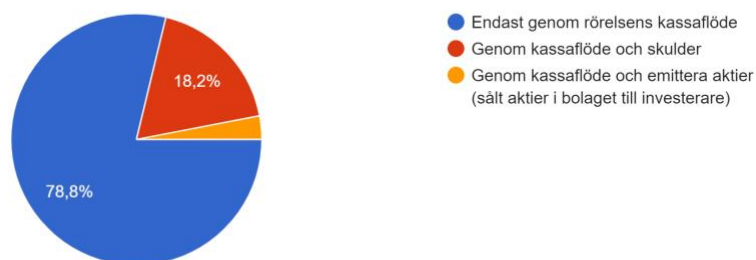


Figur 2: Hur stor andel har företaget i förhållande till totalt kapital?

Som tidigare nämnts har företagen en positiv tillväxt. För att finansiera denna tillväxt använder 77,8% enbart rörelsen kassaflöde medan 18,2% även använder skulder och 3% har emitterat aktier (figur 3).

Hur finansierar bolaget sin tillväxt?

33 svar



Figur 3: Hur finansierar bolaget sin tillväxt?



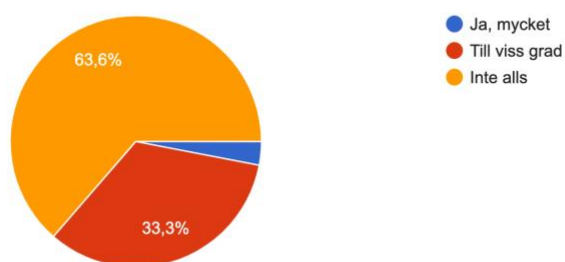
#### 4.1.2 Modigliani & Miller och Trade-off teorin

Som tidigare nämnts finns det ett antal faktorer som påverkar kapitalstrukturen enligt Modigliani & Miller och trade-off teorin. Nedan presenteras resultatet från de enkätfrågor som utformats med dessa teorier som grund.

På frågan om skatteskölden påverkade undersökningsgruppens kapitalstruktur svarade 63,6% av företagen att den inte alls gör det medan 33,3% ansåg att den har påverkat till viss grad och 3% svarade att den har påverkat mycket (figur 4).

Anser ni att skatteskölden påverkar er kapitalstruktur?

33 svar



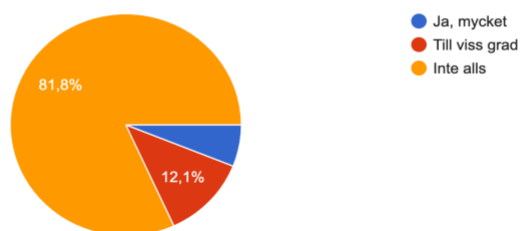
Figur 4: Anser ni att skatteskölden påverkar er kapitalstruktur?

Med hänsyn till trade-off teoremets konkurskostnader ställdes frågan om sådana kostnader är något som undersökningsgruppen beaktar vid val av kapitalstruktur. Eftersom konkurskostnader kan delas upp i direkta och indirekta kostnader, delades frågan upp i två delar. Först ställdes frågan om eventuella konkurskostnader kopplade till finansiell nöd beaktas vid framtagandet av kapitalstruktur. Därefter ställdes frågan om konkurskostnader i form av försämrad trovärdighet till leverantörer och kunder, på grund utav hög skuldsättning, påverkar framtagandet. Figur 5 och figur 6 visar undersökningsgruppens inställning till direkta respektive indirekta konkurskostnader.

Av de bolag som ansåg att skatteskölden påverkat kapitalstrukturen (figur 4) visade 58,3% på att även konkurskostnader, direkta eller indirekta, också påverkat kapitalstrukturen.

Beaktar ni eventuella konkurskostnader, som en viss nivå av skuldsättning kan innebära om företaget hamnar i finansiell nöd, när ni tar fram er kapitalstruktur?

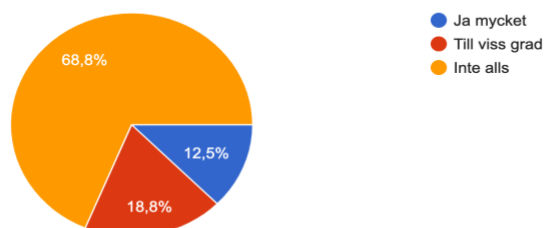
33 svar



Figur 5: Beaktar ni eventuella konkurskostnader, som en viss nivå av skuldsättning kan innebära om företaget hamnar i finansiell nöd, när ni tar fram er kapitalstruktur?

Anser ni att konkurskostnader i form av försämrade trovärdighet till leverantörer och kunder, på grund utav för hög skuldsättningen, är något som ni beaktar vid val av kapitalstruktur?

32 svar

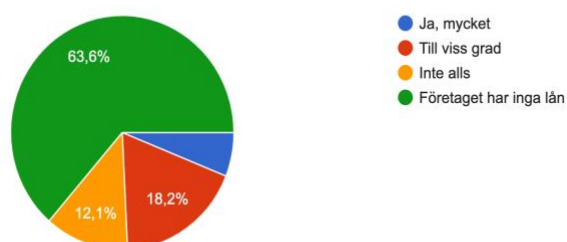


Figur 6: Anser ni att konkurskostnader i form av försämrade trovärdighet till leverantörer och kunder, på grund utav för hög skuldsättning, är något som ni beaktar vid val av kapitalstruktur?

Räntans påverkan på skatteskölden är påtaglig då skatteskölden beräknas bland annat med hjälp av ränteavdrag. Det var därför aktuellt att se undersökningsgruppens inställning till just räntan. På frågan om låneräntan påverkade framtagandet av kapitalstrukturen svarade undersökningsgruppen som följer av figur 7.

Påverkar räntan på lånen er kapitalstruktur?

33 svar



Figur 7: Påverkar räntan på lånen er kapitalstruktur?

### 4.1.3 Pecking order teorin

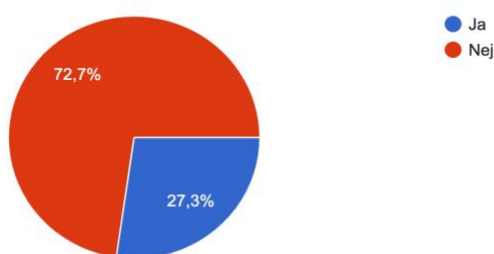
Som tidigare nämnts finns det ett antal faktorer som påverkar kapitalstrukturen enligt pecking order teorin. Nedan presenteras resultat från de enkätfrågor som har utformats med pecking order teorin som grund.

De 33 företagen skiljer sig åt när det kommer till graden av omfattande investeringar som genomförs. 39,4% av företagen genomför inte några omfattande investeringar, 33,3% genomför omfattande investeringar, men inte regelbundet och 27,3% genomför omfattande investeringar regelbundet. Av de 27,3% av bolagen som regelbundet genomför omfattande investeringar har 55,5% en skuldsättningsgrad som överstiger 25% jämfört med hela deltagargruppen där 31,2% av företagen har en skuldsättningsgrad över 25%.

6,06% av företagen har tagit in externt kapital från investerare (figur 9), 27,3% har tagit in externt kapital i form av lån (figur 8) och 73,7% av företagen har varken tagit lån eller tagit in externt kapital från investerare. Externt kapital i form av lån avser i detta fall långfristiga skulder från banker. Inga kortfristiga skulder är inräknade i dessa siffror.

Av de företag som tagit in externt kapital i form av lån (figur 8) ansåg 44% av dessa att även skatteskölden har påverkat deras kapitalstruktur (Figur 4).

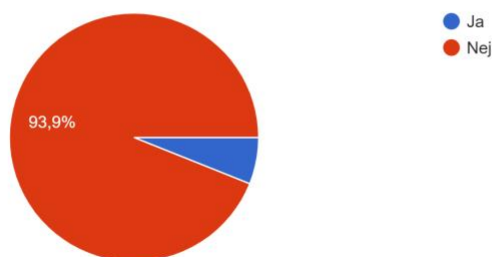
Har företaget tagit in externt kapital i form av lån?  
33 svar



Figur 8: Har företaget tagit in externt kapital i form av lån?

Har företaget tagit in externt kapital från investerare?

33 svar

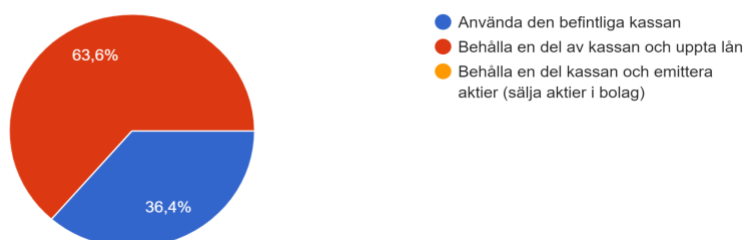


Figur 9: Har företaget tagit in externt kapital från investerare?

Figur 10 nedan visar hur företagen svarade på den hypotetiska frågan “anta att bolaget står inför en investering och har befintlig kassa som precis räcker till för att genomföra investeringen. Vilken finansieringskälla föredrar bolaget i sådana fall?”. En klar majoritet av deltagarna valde att behålla en del av kassa och uppta lån för att genomföra investeringen. Inget av bolagen valde att emittera aktier för att genomföra investeringar.

Anta att bolaget står inför en investering och har befintlig kassa som precis räcker till för att genomföra investeringen. Vilken finansieringskälla föredrar bolaget i sådana fall?

33 svar

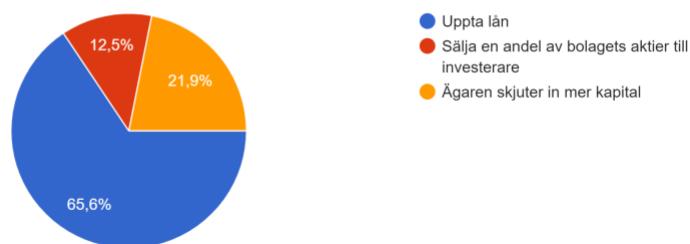


Figur 10: Anta att bolaget står inför en investering och har befintlig kassa som precis räcker till för att genomföra investeringen. Vilken finansieringskälla föredrar bolaget i sådana fall?

Anta nu att bolaget ska genomföra samma investering men den befintliga kassan inte räcker till. Företagen tvingas då att uppta externa finansieringsmedel för att genomföra investeringen; antingen uppta lån, emittera aktier eller låta ägarna/ägaren skjuta in mer kapital. Enligt diagrammet nedan väljer 65,6% av företagen att uppta lån, 21,9% väljer att skjuta in mer kapital och 12,5% väljer att emittera aktier (figur 11).

Anta att bolagets befintliga kassa inte räcker till vid en eventuell investering. Vilken extern finansieringskälla föredrar bolaget i sådana fall?

32 svar



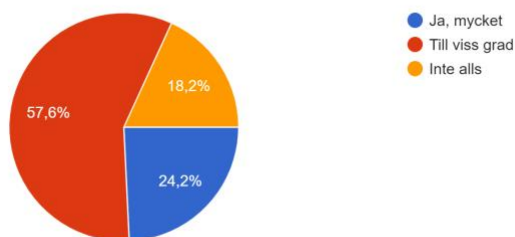
Figur 11: Anta att bolagets befintliga kassa inte räcker till vid en eventuell investering. Vilken extern finansieringskälla föredrar bolaget i sådana fall?

Företagen fick sedan svara på frågor som var formulerade genom att nämna en specifik faktor, som enligt pecking order teorin bör ha viss påverkan på kapitalstrukturen, och om denna faktor påverkar företagets kapitalstruktur. Faktorerna som nämndes var lönsamhet, vinstutdelning och kassaflödets volatilitet.

Det som går att utläsa från de fyra diagrammen nedan är att vissa faktorer påverkar företagens kapitalstruktur mer än andra. Lönsamheten är den faktorn som flest företag ansåg påverkar deras kapitalstruktur (figur 12), följt av kassaflödets volatilitet (figur 13). En majoritet av företagen ansåg att vinstutdelning inte påverkar deras kapitalstruktur (figur 14 och 15).

Anser ni att företagets lönsamhet påverkar er kapitalstruktur?

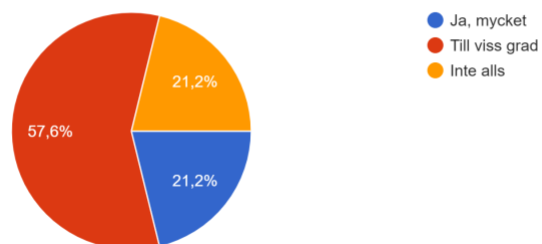
33 svar



Figur 12: Anser ni att företagets lönsamhet påverkar er kapitalstruktur?

Anser ni att kassaflödets volatilitet eller stabilitet påverkar er kapitalstruktur?

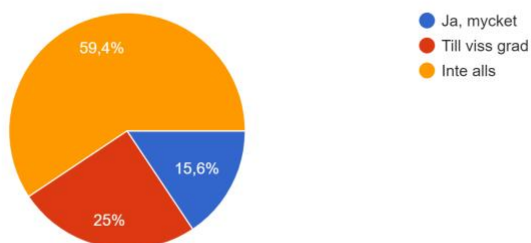
33 svar



Figur 13: Anser ni att kassaflödets volatilitet eller stabilitet påverkar er kapitalstruktur?

Anser ni att företagets vinstutdelning påverkar er kapitalstruktur?

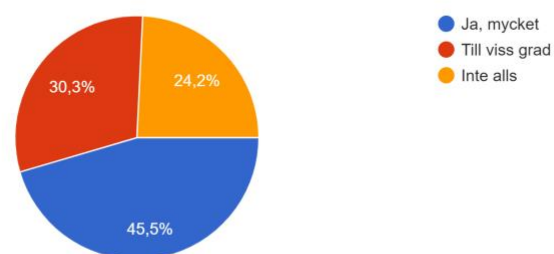
32 svar



Figur 14: Anser ni att företagets vinstutdelning påverkar er kapitalstruktur?

Förändrar ni er vinstutdelning beroende på investeringsbehov?

33 svar



Figur 15: Förändrar ni er vinstutdelning beroende på investeringsbehov?

#### 4.1.4 Företagens egna synpunkter om kapitalstruktur

I sista delen av enkäten svarade företagen på öppnare frågor där de fick utrymme att själva uttrycka åsikter om sin egen kapitalstruktur och faktorer som präglat denna (Bilaga 5).

Till att börja med fick deltagarna svara på frågan “Vad innebär en optimal kapitalstruktur för er? Har ni till exempel ett mål om skuldsättningsgrad som företaget ska upprätthålla?”. 29 av de 33 företag angav ett svar på denna fråga. Av svaren framgick det att 10 företag ansåg att en optimal kapitalstruktur innebar att vara skuldfri och därmed följer ett mål om 0% i skuldsättningsgrad. Fyra andra bolag angav ett konkret mål om skuldsättningsgrad som de ansåg vara optimal vilket låg mellan 20-50% skulder. De övriga företagen angav inte ett konkret mål om skuldsättningsgrad eftersom detta inte fanns hos många, men gav svar likt “sunda finanser” eller “låg skuldsättningsgrad”. Ett av företagen svarade “Ett bra värde på företaget på lång sikt” och andra företag ansåg att möjligheten att kunna genomföra investeringar utan att äventyra företagens fortlevnad var en optimal kapitalstruktur.

Därefter fick företagen ange om de ansåg att någon annan faktor än de som enkäten tagit upp hade påverkat deras kapitalstruktur. 18 av de 33 företagen valde att uttrycka sig om detta i enkäten. Flera av företagen nämnde osäkerhet i efterfrågan vilket även leder till volatila kassaflöden, vars påverkan på kapitalstrukturen har presenterats i kapitel 4.1.3. En person på ett av företagen ansåg att tillgång till att låna pengar var en faktor som påverkat kapitalstrukturen. En annan person svarade “den som är satt i skuld är icke fri” och flera personer tryckte på att ägarnas preferenser och värderingar hade påverkat företagets kapitalstruktur. En person svarade “Vi vill äga bolaget själva och styra våra beslut på egen hand. Då får det hellre ta lite längre tid att växa”. Ytterligare en företagsägare sade “Vi två grundare och ägare har startat bolaget från grunden och gillar inte att låna pengar, så vi har från början haft målet att bygga upp ett företag med endast eget kapital. Vi accepterar en eventuell lägre tillväxt som denna kapitalstruktur kan ge. Så det handlar om vilka val man gör / hur man väljer att driva företag”. Ett annat företag ansåg att en låg skuldsättningsgrad var viktigt vid en framtida konjunkturedgång.

## 4.2 Data inhämtad från andra källor

### 4.2.1 Företagets ålder & Förhållandet mellan företagets ägare och ledningen

Den genomsnittliga åldern på företagen är 10,3. Samtliga gasellföretags ålder går att utläsa i bilaga 6. Det visade sig även att samtliga ägare till företagen som deltagit i studien fortfarande är aktiva i bolaget på ett eller annat sätt. Vissa av dem sitter kvar som VD men de flesta sitter i styrelsen (Bilaga 7). Informationen om ägare och vilka som sitter i ledningen har hämtats från alla bolag (Allabolag, 2021).



## 5.0 Analys

*Analysen delas upp i två avsnitt. Första avsnittet behandlar empirin utifrån de vedertagna teorierna inom ämnet. Andra avsnittet analyserar empirin utifrån andra möjliga påverkningsfaktorer.*

### 5.1 Påverkningsfaktorer härledda från de vedertagna teorierna

#### 5.1.1 Modigliani & Miller

Modigliani & Miller teoremet som säger att optimal kapitalstruktur uppnås vid maximal skuldsättning bygger på att dra nytta av den så kallade skatteskölden. Empirin visar att 33% av gasellföretagen ansåg att skattesköld är något som (till viss grad) påverkar deras kapitalstruktur medan nästan 64% menade att det är något som inte alls påverkar framtagandet av kapitalstrukturen.

Skattesköld är ett fenomen som gynnar företag som upptagit räntebärande lån. Det blir därför relevant att titta på hur stor andel av företagen som har lån bundet till organisationen. Denna andel är 27% vilket innebär att 27% av undersökningsgruppen, medvetet eller omedvetet, drar nytta av en skattesköld. Denna andel skiljer sig från den andel som angav att skatteskölden är något som påverkat deras kapitalstruktur (33%). Anledningen till detta kan vara att företagen har andra typer av lån som kan vara räntebärande men som inte täcks av teoremet. Det blir därmed relevant att titta på hur många av de 27% som svarade att skatteskölden är något som påverkar kapitalstrukturen. Detta för att se vilka av företagen som medvetet använder sig av en skattesköld och vilka som får sägas omedvetet drar nytta av skatteskölden.

Det går att konstatera att 44,4% av företagen som tagit lån även ansåg att skatteskölden har påverkat deras kapitalstruktur. Denna procentandel tyder på att skatteskölden är en faktor av viss betydelse, framför allt för de företag som upptagit lån. Vid beaktande av hela urvalsgruppen anses skatteskölden dock vara en mindre relevant faktor. En stor del av företagen uttrycker en indikation på att lån endast tas när en investering möjliggörs eller måste göras: "Det känns bra att vara skuldfri men om möjlighet uppstår, tvekar vi inte att uppta lån för att investera", uttryckte en person på ett av företagen. Med tanke på den insamlade empirin och hur Modigliani & Miller teoremet är utformat kan det antas att

skatteskölden inte är någon primär faktor som företagen tar hänsyn till, utan snarare en faktor som uppstår när företagen behöver uppta lån.

Det går att utläsa flera möjliga förklaringar till varför majoriteten av gasellföretagen inte använder sig av skatteskölden, vilket går emot Modigliani & Miller teoremet. En av dessa möjliga förklaringar kan vara svårigheterna för mindre bolag att uppta lån hos banker. Detta är särskilt intressant då Modigliani & Miller teoremet i sådana fall inte håller.

Undersökningsgruppen gav indikationer på att så kan vara fallet. Företagarna presenterade i en rapport från 2018 att nästan 67% av småföretagen runt om i Sverige inte har några räntebärande banklån medan drygt hälften upplevde svårigheter att uppta nya lån. Teoremet förutsätter att företag ska kunna skuldsätta sig för att dra nytta av skatteskölden. När detta inte är möjligt blir det svårt att se skatteskölden som någon typ av påverkningsfaktor vid framtagande av kapitalstruktur. Gasellföretag är, som nämndes i inledningen, ofta företag i ett tidigt stadie, företag som många gånger inte hunnit bevisa sina affärsidéer för kreditgivare. Om teoremet utformades för alla företag är detta något som Modigliani & Miller inte tog hänsyn till.

En ytterligare förklaring till skattesköldens låga nyttjandegrad kan mycket väl vara samtidigt begränsningar till att utnyttja en skattesköld. När Modigliani & Miller utformade sin teori var möjligheterna att göra ränteavdrag betydligt större än vad de är idag. 2000-talet har präglats av flera ränteavdragsbegränsningsregler som försvagar teorins användbarhet. När företag inte kan dra av räntan på resultatet fungerar inte teorins utgångspunkt; att ett företag ska belåna sig fullt ut för att maximera skatteskölden. Det centrala här är till vilken grad företag kan dra nytta av en skattesköld i dagsläget. Utöver ränteavdragsreglerna är räntan en viktig byggsten i skatteskölden; högre ränta medför ett större avdrag. I dagsläget är räntorna betydligt lägre än vad som var fallet för bara några år sedan, vilket minskar skattesköldens medföljande skatteavdrag. Dessutom betalar företagen en betydligt lägre bolagsskatt idag (21%) jämfört med för 30 år sedan då företagen betalade drygt 50% i skatt. Detta kan vara en anledning till att intresset av att dra nytta av en skattesköld är så lågt bland undersökningsgruppen.

Att maximera företagets skuldsättning och värdet på företaget genom att dra nytta av skatteskölden poneras vara en faktor som inte är relevant vid framtagandet av kapitalstrukturer år 2021. Detta trots att en tredjedel av undersökningsgruppen visade tecken på att skatteskölden hade påverkat deras kapitalstruktur till en viss grad. Här ska man dock

lägga till att endast 3% tyckte detta var något som påverkar kapitalstrukturen mycket och att endast 27% av undersökningsgruppen har räntebärande lån bundet i organisationen. Om ränteläget och ränteavdragsbegränsningsreglerna förändras i framtiden, samt om det sker en förändring i till vilken grad småbolag kan få lån hos banker, kan man tänka sig att skatteskölden blir en betydligt viktigare påverkningsfaktor vid framtagandet av kapitalstrukturen. I nuläget är en sådan faktor inte av betydelse.

### 5.1.2 Trade-off teoremet

Det har konstaterats att skatteskölden inte är någon betydande påverkningsfaktor vid framtagande av kapitalstrukturen och därmed faller det grundläggande antagandet inom trade-off teoremet. Teoremet går ut på att väga fördelarna från en maximerad skattesköld mot eventuella konkurskostnader som en skuldsättning innebär. När skatteskölden inte beaktas går det inte att ta fram en optimal kapitalstruktur enligt trade-off teoremet och därmed blir konkurskostnaden inte lika relevant.

Det finns två typer av konkurskostnader, direkta konkurskostnader såsom finansiella kostnader när företaget väl satts i konkurs och indirekta kostnader i form av försämrade trovärdighet från kunder och leverantörer. Det kan konstateras att precis som skatteskölden, är konkurskostnader ingen betydande faktor som undersökningsgruppen beaktar vid framtagande av kapitalstruktur. Endast 19,2% ansåg att direkta konkurskostnader är något att beakta till viss eller stor grad, medan andelen för indirekta konkurskostnader låg på 31,3%. Dessa låga andelar kan mycket väl förklaras av att undersökningsgruppen består utav gasellföretag. För att ett företag ska få definieras som ett "gasellföretag" behöver företaget uppfylla en rad kriterier. Ett företag med dessa egenskaper löper väldigt låg risk att gå i konkurs eller drabbas av finansiell nöd. Detta kan vara en förklaring till varför ledningen i företagen inte beaktar kostnader som kan uppkomma vid konkurs när kapitalstrukturen utformas.

58,3% av företagen som svarat att skatteskölden är en faktor som till viss grad beaktas vid val av kapitalstruktur, ansåg också att konkurskostnader, indirekta eller direkta, var en faktor som påverkat deras kapitalstruktur. Detta tyder på att trade-off teoremet i viss utsträckning applicerades hos de företag som ansåg att skatteskölden har påverkat deras kapitalstruktur. Det blir dock svårt att argumentera för att trade-off teorin appliceras av gasellföretagen då

den stora majoriteten angav att varken skatteskolden eller konkurskostnader är något som beaktas vid utformning av kapitalstrukturen.

### 5.1.3 Pecking order teorin

Enligt pecking order teorin finns det ingen optimal kapitalstruktur. Teorin menar att företag bör föredra att finansiera investeringar med eget kapital i första hand och i andra hand med externt kapital, där lån föredras framför att emittera aktier, för att på så sätt uppnå en så bra kapitalstruktur som möjligt. Vid en investering som överskrider bolagets interna kapital (kassa) skulle detta enligt teorin innebära att företaget först förbrukar hela kassan och därefter upptar lån och som sista utväg emitterar aktier. Vid en investering som motsvara bolagets befintliga kassa skulle alltså hela kassan förbrukas. Så är inte fallet hos de 33 bolag som deltagit i undersökningen. När investeringen motsvarar bolagets befintliga kassa skulle 63,6% av företagen finansiera detta med delar av kassan och även lån. Resterande 36,4% av företagen väljer enbart kassa som finansieringsmedel. Att en majoritet av företagen upptar lån för att genomföra investeringar tyder på att grundidén i pecking order teorin inte tillämpas av gasellföretagen.

Vid en investering som överskrider företagets interna kapital (kassa) skulle 65,6% av företagen i undersökningen välja att finansiera detta med lån medan 12,5% skulle emittera aktier och resterande 21,9% välja att ägaren skjuter in mer kapital. Empirin tyder på att pecking order teorin, som menar att lån föredras framför att emittera aktier, tillämpas i detta fall. En viktig aspekt att lyfta fram här är att 32 av de 33 företagen som deltog i undersökningen var privatägda och alltså inte noterade på en börs. Pecking order teorin grundar sig i att bolaget kan handlas av investerare och att val av finansieringskälla direkt kopplas till bolagets marknadsvärde. Denna koppling återfinns tydligt hos de börsnoterade bolagen där informationen mellan ägare och investerare är relativt symmetrisk. Det finns inte ett lika symmetriskt informationsflöde bland de onoterade bolagen då investerare har betydligt svårare att ta till sig information om företaget. Kopplingen mellan val av finansieringskälla och marknadsvärde är därför inte lika stark hos de onoterade företagen. Trots detta kan det konstateras att undersökningsgruppens finansieringsval förhåller sig till pecking order teorin i just detta fall.

Pecking order teorin menar att företagets vinstutdelning är kopplat till företagets kapitalstruktur. Detta eftersom en trögrörlig utdelning och variationer i kassaflödet förr eller senare kommer att skapa en situation då bolaget tvingas uppta externt kapital för att genomföra investeringar och på så sätt förändra kapitalstrukturen. Nästan 60% av undersökningsgruppen ansåg att vinstutdelningen inte har någon påverkan på deras kapitalstruktur vilket står i kontrast till pecking order teorin. Detta kan förklaras av att teorin antar att företagets vinstutdelning är trögrörlig vilket innebär att företagen inte förändrar storleken på utdelningen från år till år, beroende på investeringsbehov. Empirin visar att 45,5% av företagen i undersökningsgruppen förändrar vinstutdelningen mycket beroende på investeringsbehov. 30,3% av företagen gör detta till en viss grad och 24,2% förändrar inte vinstutdelningen. Dessa 24,2% kan sägas ha en trögrörlig utdelningspolicy. Att 75,8% av företagen inte har en trögrörlig utdelning innebär att de kan finansiera investeringar med årets vinst, genom att minska vinstutdelningen. Detta förklarar också varför undersökningsgruppen ansåg att vinstutdelningen inte påverkar deras kapitalstruktur.

Vidare påverkas bolaget av faktorer som lönsamhet, investeringsbehov och kassaflödets volatilitet enligt pecking order teorin. Undersökningsgruppen består av företag vars rörelseresultat är positivt och en majoritet av företagens rörelseresultat är över 10% vilket ses som lönsamt. 81,8% av bolagen ansåg att deras rörelseresultat har påverkat eller till viss grad påverkat deras kapitalstruktur medan 19,2% motsatte sig detta. Pecking order teorins antaganden om lönsamhet finner således stöd i empirin. Enligt pecking order teorin har lönsamma företag mindre behov av extern finansiering eftersom rörelsens kassaflöde kan användas som finansieringsmedel istället för att behöva uppta mycket lån. Det framgår inte av empirin hur lönsamheten påverkar deltagargruppens kapitalstruktur, men eftersom en majoritet av deltagargruppen ses som lönsamma företag och endast 27% hade tagit in extern finansiering i form av lån talar detta för att teorins förklaring stämmer in på deltagargruppen.

Ett företag som genomför mycket investeringar har större behov av extern finansiering. Av deltagargruppen genomförde 27,3% omfattande investeringar regelbundet. 33,3% angav att omfattande investeringar förekommer då och då och resterande 39,4% ägnade sig inte åt omfattande investeringar. 66,67% av de företag som regelbundet genomför omfattande investeringar har även tagit långfristiga lån. Denna andel är betydligt högre vid jämförelse av hela undersökningsgruppen där endast 27% tagit långfristiga lån. Detta tyder på att företag

inom undersökningsgruppen som genomför mycket investeringar även har mer lån, vilket ligger i linje med pecking order teorin.

När det kommer till kassaflödets volatilitet angav 78,8% av undersökningsgruppen att detta har påverkat kapitalstrukturen mycket eller till viss grad. Även denna faktor antas påverka kapitalstrukturen hos undersökningsgruppen vilket stämmer överens med pecking order teorin.

Sammanfattningsvis går det att konstatera att många av de faktorer som enligt pecking order teorin påverkar kapitalstrukturen även gör så hos de 33 företagen inom undersökningsgruppen, trots att grundidén i pecking order teorin inte finner stöd i empirin.

## 5.2 Andra möjliga påverkningsfaktorer

Studien har nu analyserat de vedertagna teorierna inom ämnet och hur väl de förklarar vilka påverkningsfaktorer som ligger till grund för gasellföretagens kapitalstrukturer. Det finns flera andra aspekter som teorierna inte täcker, bland annat företagsägarnas och ledningens egna preferenser och syn på risk, deras värderingar och storleken på företagen.

### 5.2.1 Agrawal & Nagarajan

Människor har olika värderingar och föredrar olika strategier ur ett entreprenörsperspektiv. Medan vissa företagsägare föredrar lån som finansiering, föredrar andra eget kapital. Forskarna Agrawal & Nagarajan fann ett samband mellan familjeägda företag och företag som finansierat sin verksamhet med mestadels eget kapital. Undersökningsgruppen kännetecknas av små företag med majoritetsägare som dessutom sitter i ledningen. Sådana företag menar Agrawal & Nagarajan drar sig för att finansiera verksamheten med lån då man inte vill exponera företaget för risker och därmed riskera sin egen förmögenhet, vilket finansiering av lån innebär. Detta kan vara en anledning till varför undersökningsgruppen i stor utsträckning inte finansierar verksamheten med lån, trots att detta är något som de vedertagna teorierna inom ämnet rekommenderar. Ungefär 27% av undersökningsgruppen har tagit långfristiga lån, men det är framför allt gruppens inställning till att ta lån som stödjer Agrawals & Nagarajans teori. Uttrycket ”den som är satt i skuld är icke fri,” kan sammanfatta vad ett antal i undersökningsgruppen uttryckte när de fick frågan om det finns någon annan faktor utöver de faktorer som är kopplade till de vedertagna teorierna, som beaktas vid val av

kapitalstruktur. Detta tyder på en riskaversion hos ledningen. Oavsett om ägarens preferenser, som i detta fall innebär en motvilja att binda upp lån till verksamheten, leder till lägre tillväxt så föredras detta framför att ta risker.

### 5.2.2 Mattias Andersson “den som är satt i skuld är icke fri”

“Vi vill äga bolaget själva och styra våra beslut på egen hand. Då får det hellre ta lite längre tid att växa”, konstaterade en ägare av ett företag i undersökningsgruppen. En annan företagsägare menade att “den som är satt i skuld är icke fri”. Flera andra i undersökningsgruppen visade på en vilja att behålla kontrollen och fatta besluten själva, något som de vedertagna teorierna inte tar hänsyn till. Andersson (2021, 28 Jan) argumenterar i sin debattartikel att lån begränsar företagarens frihet och självbestämmande vilket mycket väl kan appliceras på undersökningsgruppen och antas vara en faktor som ligger bakom varför endast 27% av undersökningsgruppen tagit externa lån.

### 5.2.3 Romano, Tanewski & Smyrnios

Det går att hävda att om ägarna har en hållbar och framgångsrik affärsidé, finns det ingen betydande risk att finansiera sin verksamhet och utforma sin kapitalstruktur med hjälp av lån. Detta oavsett hur ägarstrukturen ser ut. För att nyansera analysen ytterligare går det därför att nämna kopplingen mellan företags skuldsättning och ålder som forskarna Romano, Tanewski & Smyrnios publicerade år 2000. Undersökningsgruppen består i stora drag av företag som befinner sig i början av sin livscykel (medelåldern är 10,3 år). Sådana företag tenderar enligt forskarna att karaktäriseras av en lägre skuldsättning jämfört med företag som existerat under en längre period. Detta beror bland annat på svårigheterna för företagen att ta lån från banker utan tillgångar som säkerhet och en beprövad affärsidé, men också ägarnas ovilja att exponera företaget för risker. Detta stämmer väl överens med undersökningsgruppens respons. De uttryckte bland annat svårigheter att finansiera sin verksamhet med lån då detta inte alltid var möjligt. Dessutom, i likhet med forskarnas slutsats, uttrycktes ett motstånd mot att skuldsätta sig, då riskerna med låntagande ansågs för stora. Företagens ålder kan därför sägas vara en faktor som påverkar kapitalstrukturen.

## 6.0 Slutsats

*Detta avsnitt har för avsikt att besvara studiens frågeställningar. Studien har primärt genomförts med hjälp av en enkätundersökning skickad till ett urval av gasellföretag. Frågeställningarna besvaras primärt med hjälp av empirin inhämtad från denna enkät. Urvalet har som mål att återspegla Sveriges gasellföretag.*

### 6.1 Kan framtagandet av kapitalstrukturen i svenska gasellföretag förklaras av vedertagna teorier inom ämnet?

Resultatet av undersökningen tyder på att gasellföretagen till stor del avviker från de vedertagna teorierna: Modigliani & Miller teoremet, trade-off teorin och pecking order teoremet.

Grundprinciperna inom Modigliani & Miller teoremet om en skattesköld som ökar bolagsvärdet anses av gasellföretagen vara en obetydande faktor vid utformning av kapitalstruktur. Detta kan härledas utifrån urvalets inställning till att uppta lån men också deras förmåga att få lån från banker. Dessutom finns det ränteavdragsbegränsningsregler som urholkar företagets möjlighet att dra av räntan från bolagsskatten, men också faktorn att bolagsskatten idag är betydligt lägre än vad den var när teoremet utformades.

Påverkningsfaktorer enligt trade-off teoremet, som bygger på Modigliani & Miller teoremet, står och faller med Modigliani & Miller teoremet. När skatteskölden inte är en betydande påverkningsfaktor vid framtagande av kapitalstrukturen blir således inte heller den andra byggstenen i trade-off teorin betydande, det vill säga konkurskostnader. Detta visade sig också i empirin där endast 19,2% ansåg att direkta konkurskostnader är något man beaktar till viss eller stor grad, medan andelen för indirekta konkurskostnader låg på 31,3%. Konkurskostnader är således ingen primär faktor vid framtagandet av kapitalstrukturen i svenska gasellföretag.

Pecking order teorins hierarkiska rangordning av finansieringsmedel appliceras inte av gasellföretagen då majoriteten av dessa valde att uppta lån fastän bolagets befintliga kassa hade räckt till för att täcka investering. Påverkansfaktorerna enligt pecking order teorin (lönsamhet, investeringsbehov, kassaflödets volatilitet och vinstutdelning) verkade även



påverka gasellföretagens kapitalstruktur med undantag för vinstutdelningen. Detta innebär dock inte att teorin kan sägas förklara kapitalstrukturen hos gasellföretagen.

Framtagandet av kapitalstrukturen i svenska gasellföretag kan således inte förklaras med enbart av vedertagna teorierna inom ämnet.

## 6.2 Vilka andra faktorer, utöver de vedertagna teorierna, påverkar framtagande av kapitalstrukturen i svenska gasellföretag?

Utöver dem vedertagna teorierna går det att förklara framtagandet av kapitalstrukturen i svenska gasellföretag med hjälp av sambandet mellan finansiering av eget kapital och familjeägda företag, skuldsättningens inskränkande på entreprenörens frihet, men också kopplingen mellan företags skuldsättning och ålder samt storlek.

Forskarna Agrawal & Nagarajan teori om att ett företags kapitalstruktur och finansiering i stor utsträckning kan förklaras med huruvida företaget är familjeägt eller inte, visade sig kunna förklara framtagande av kapitalstrukturen i svenska gasellföretag.

Gasellföretagens ägare visar på riskaversivt beteende vilket kan förklara varför en stor del av företagen inte hade upptagit extern finansiering. Det riskaversiva beteendet kan kopplas till att många av grundarna fortfarande är verksamma inom bolaget och äger sin andel av företaget, likt ett familjeföretag. I många fall kommer stora delar av familjens förmögenhet från detta bolag vilket tyder på att det finns en ovilja att öka risken i bolaget genom att uppta lån. Denna familjekoppling påverkar framtagande av kapitalstrukturen i svenska gasellföretag.

Anderssons (2021, 28 Jan) argument om skuldsättningens inskränkning på entreprenörens frihet, kan till viss del förklara gasellföretagens kapitalstruktur. Ur empirin går det att utläsa en vilja att behålla kontrollen över företaget vilket också förklarar den låga graden av extern finansiering. Genom att företaget upptar lån blir de även beroende av en extern part som kan ställa krav på företaget. Detta försummar till viss del den frihet som många entreprenörer drömmer om. Entreprenörens frihet och vilja att behålla kontrollen i företaget är således en faktor som har påverkat gasellföretagens kapitalstruktur.

Romano, Tanewski och Smyrniotis (2020) påståande att ett företags ålder kan förklara företagets kapitalstruktur fann stöd i studien. Undersökningsgruppen uttryckte bland annat svårigheter att finansiera sin verksamhet med lån då detta inte alltid var möjligt. Företagens ålder kan därför sägas vara en faktor som påverkar kapitalstrukturen.

Kapitalstrukturen i svenska gasellföretag påverkas av faktorer som huruvida det finns en familjekoppling mellan ledningen och ägarna i företagen. Dessutom påverkar faktorer som företagsägarens egna preferenser om att kunna behålla kontrollen i företaget och slutligen företagets ålder framtagandet av kapitalstrukturen.

## 7.0 Förslag till vidare forskning

Denna studie har behandlat och undersökt vilka påverkningsfaktorer som beaktas vid framtagandet av kapitalstruktur i svenska gasellföretag. Detta har primärts gjort genom en enkätundersökning utskickat till ett begränsat urval: gasellföretag i Västra götalandregionen. Det kan därav vara intressant att undersöka ett större urval och se om påverkningsfaktorerna skiljer sig åt. Förslagsvis en totalundersökning för att få en mer träffsäker och djupare förståelse kring vilka påverkningsfaktorer som påverkar framtagandet av kapitalstrukturen i svenska gasellföretag.

## 8.0 Referenslista

af Ugglas & Wigard. (2019). Departementspromemorian Lågre kapitalkrav för privata aktiebolag (Ds 201 9:6). Stockholm, Justitiedepartementet. (svensktnaringsliv.se).

Alla bolag (u.å) Hämtad 10 maj, 2021 från Alla bolag, <https://www.allabolag.se/>

Andersson, M. (2021, 28 Jan) Småföretagarna. Hämtad från: Den som är satt i skuld är icke fri | Småföretagarnas riksförbund.

Agrawal, A. and Nagarajan, N, J. (1990) Corporate Capital Structure, Agency Costs and Ownership Control: The Case of All-equity Firms. *The Journal of Finance*.

Avanza (u.å). Vad är en nyemission och varför gör man det? | Avanza

Berk, J. and DeMarzo, P. (2017) Corporate Finance. London: Pearson Education.

Dagens Industri (2021). Om Di Gasell. <https://gasell.di.se/>

Donaldson, G. (1961) Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity, Boston, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration.

Ekonomifakta (2020). Bolagsskatt - Internationellt. Hämtad från: <https://www.ekonomifakta.se/fakta/skatter/skatt-pa-foretagande-och-kapital/bolagsskatt/>

Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, 15, 1-33. <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>

Far. (2021).

Farrell, M. (2020, 30 Dec). Record IPO Surge Set to Roll On in 202. *Wall Street Journal*. Hämtad från: <https://www.wsj.com/articles/recor-ipo-dsurge-set-to-roll-on-in-2021-11609324381>.

Finansinspektionen (2020, 30 Dec). FI har fattat beslut om kapitalbuffertar för storbankerna. Hämtad från: FI har fattat beslut om kapitalbuffertar för storbankerna | Finansinspektionen

Företagarna. (2018) Finansiering för tillväxt och jobb. Hämtad från: <https://www.foretagarna.se/contentassets/e24c4443a5db4ac984b8040ee9dbd647/finansiering-for-tillvaxt-och-jobb---foretagarnas-finansieringsrapport-2018.pdf>

Kagan, J. (2020, 25 maj). Tax Shield Definition. Investopedia. Tax Shield Definition (investopedia.com)

Kiepels, C. (2019, 7 Okt). Två av fem jobb skapas av gaseller. Dagens Industri. Hämtad från: Två av fem jobb skapas av Gaseller (di.se)

Kraus, A. and Litztenberger, R.H. (1973) A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28, 911-922. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>

Kreicbergs, J, Juks, V (2019) Bankregleringen och företagens kreditmöjligheter. Svenskt näringsliv. Hämtad från:  
[https://www.svensktnaringsliv.se/bilder\\_och\\_dokument/47fo5r\\_2285161\\_snl\\_rapport\\_bankfinansiering\\_webbpdf\\_1138356.html/BINARY/2285161\\_SNL\\_Rapport\\_Bankfinansiering\\_WEBB.pdf](https://www.svensktnaringsliv.se/bilder_och_dokument/47fo5r_2285161_snl_rapport_bankfinansiering_webbpdf_1138356.html/BINARY/2285161_SNL_Rapport_Bankfinansiering_WEBB.pdf)

Modigliani, E.F. and Miller, M.H. (1958) The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *The American Economist*, 48, 261-297.

Myers, S.C. (1984) The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39, 575-592.  
<http://dx.doi.org/10.2307/2327916>

Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984) Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

Patel & Davidson. (2017, 4:e upplagan). *Forskningsmetodikens grunder: Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Lund: Studentlitteratur.

Romano, C., Tanewski, G. and Smyrniotis, K. (2000). Capital Structure Decision Making: A Model for Family Business. *Journal of Business Venturing* 16: 285-310.

Ryttersson, J. (2021, 25 Mars). Tillväxtbolag vs Kassako. *Ekonomifokus*. Tillväxtbolag vs kassako - fördelar och nackdelar (ekonomifokus.se)

Sekera, M. (2021, 8 Februari ). Ska jag köpa tesla aktier nu? *Morningstar*. Hämtad från: <https://www.morningstar.se/se/news/209435/ska-jag-k%C3%B6pa-tesla-aktier-nu.aspx>

Sherman, N. (2018, 2 May) Is Tesla heading for trouble?. *BBC*. Hämtad från: Is Tesla heading for trouble? - BBC News

Skatteverket (u.å). De riktade ränteavdragsreglerna. Hämtad 10 maj, 2021, från <https://www4.skatteverket.se/rattsligvagledning/edition/2021.6/376546.html>

Stafström, S. (2017) God forskningsred, Vetenskapsrådet. Hämtad från God forskningsred (vr.se)

Startaetainfo (u.å). Totalt Kapital. Totalt kapital (startaetainfo.se)

SurveyMonkey. (u.å). Urvalsstorlek från enkät. Hämtad 10 maj, 2021, från SurveyMonkey, <https://sv.surveymonkey.com/mp/sample-size/>

Swedbank. (2018, 4 Dec) Så räntekänsliga är småföretagen. Hämtad från: Så räntekänsliga är svenska småföretag - stora branschskillnader (swedbank.se)

Tarver, E. (2020, 21 Juli). How Do Bankruptcy Costs Affect a Company's Capital Structure? Investopedia. Bankruptcy Costs and Company Capital Structures (investopedia.com)

Vetenskapsrådet. (2017). God forskningsred. Stockholm. Vetenskapsrådet. Från [https://www.vr.se/download/18.2412c5311624176023d25b05/1555332112063/God-forskningsred\\_VR\\_2017.pdf](https://www.vr.se/download/18.2412c5311624176023d25b05/1555332112063/God-forskningsred_VR_2017.pdf)

Wiberg, D. (2021, 25 Maj) Svårt att hitta finansiering för små och växande företag. *Företagarna*. Hämtad från: Svårt hitta finansiering för små och växande företag - Företagarna (foretagarna.se)

Wikipedia (u.å), Rörelseresultat. Rörelseresultat – Wikipedia

## 9.0 Bilagor

### Bilaga 1: Enkäten

Företagets namn:

Är bolaget noterat på en börs?

Vilken bolagsform har företaget?

Vilken bransch är bolaget verksam inom?

Hur viktig anser du att företagets kapitalstruktur är?

Hur stort är bolagets rörelseresultat (resultat innan skatt) i % av omsättning?

Hur finansierar bolaget sin tillväxt?

Hur stor andel skulder har företaget i förhållande till totalt kapital?

Genomför bolaget omfattande investeringar?

Har bolaget mycket anläggningstillgångar? Exempel: äger konto, maskiner, etc.

Har företaget tagit in externt kapital från investerare?

Har företaget in externt kapital i form av lån?

Anta att bolaget står inför en investering och har befintlig kassa som precis räcker till för att genomföra investeringen. Vilken finansieringskälla föredrar bolaget i sådana fall?

Anta att bolagets befintliga kassa inte räcker till vid en eventuell investering. Vilken extern finansieringskälla föredrar bolaget i sådana fall?

Förändrar ni er vinstutdelning beroende på investeringsbehov?

Anser ni att den bransch företaget är verksam inom medför unika förutsättningar för kapitalstrukturen?

Sammanfatta med någon mening varför du svarat som du gjort på frågan ovan.

Anser ni att företagets tillväxt påverkar er kapitalstruktur? (Till exempel om tillväxten kräver externa investeringar och kostnader som kräver extern finansiering)

Anser ni att företagets lönsamhet påverkar er kapitalstruktur?

Anser ni att företagets vinstutdelning påverkar er kapitalstruktur?

Anser ni att kassaflödets volatilitet eller stabilitet påverkar er kapitalstruktur?

Anser ni att skatteskölden påverkar er kapitalstruktur?

Beaktar ni eventuella konkurskostnader, som en viss nivå av skuldsättning kan innebära om företaget hamnar i finansiell nöd, när ni tar fram er kapitalstruktur?

Anser ni att konkurskostnader i form av försämrade trovärdighet till leverantörer och kunder, på grund utav för hög skuldsättning, är något som ni beaktar vid val av kapitalstruktur?

Påverkar räntan på lånen er kapitalstruktur?

Vad innebär en optimal kapitalstruktur för er? Har ni till exempel ett mått om skuldsättningsgrad som företaget ska upprätthålla?

Är det någon annan faktor som ni anser har påverkat/påverkar er kapitalstruktur?

Sammanfatta gärna er kapitalstruktur utifrån de frågor ni precis har svarat på:



## Bilaga 2: Första utskicket

Hej (namn) och ni på (företagsnamn),

Andreas heter jag och skriver just nu min kandidatuppsats inom ekonomi på Handelshögskolan vid Göteborgs universitet. Tillsammans med min kursare Max ska vi undersöka kapitalstrukturer i tillväxtbolag, mer preciserat gasellbolag i Västsverige. Först och främst stort grattis till er utmärkelse i DI som gasellbolag 2020. Vi skriver till er i förhoppning om att få svar på några frågor angående vilka faktorer som påverkat/påverkar framtagandet av kapitalstrukturen i ert företag. Tillväxtföretag är något som både jag och Max brinner för, som vi studerat på Handelshögskolan, men även är ett stort fritidsintresse.

Kapitalstrukturen talar om hur ni finansierat er verksamhet och kan vara en viktig faktor för hur värdet på företaget och organisationen utvecklas över tid. Utifrån ert svar tillsammans med svar från de andra gasellbolagen i Västsverige (150 stycken) kommer vi sammanställa en rapport där vi analyserar och jämför svaren, med koppling till vedertagna teorier inom ämnet. Rapportens syfte är att bidra till en ökad förståelse kring vilka påverkningsfaktorer som tillväxtbolag tar hänsyn till vid framtagandet av kapitalstrukturen. Vi hoppas rapporten kommer bidra till forskningsområdet men även till er och andra tillväxtbolag som önskar få mer information om hur kapitalstrukturen tas fram.

Det hade varit av stor tacksamhet om ni vill avvara några minuter till att svara på enkäten och förhoppningsvis får ni också användning av rapporten när den är färdigställd i slutet av maj. Anonymitet utlovas.

Svara gärna på detta mailet om det är av intresse, inom några dagar kommer vi att skicka ett separat mejl med enkäten ( tar ca 5 minuter). ■

Med vänliga hälsningar//  
Andreas och Max

## Bilaga 3: Andra utskicket

Hej (namn) och ni på (företagsnamnet)

Stort tack för er vilja att besvara enkäten. Enkäten tar endast några minuter att svara på och skickas med som en länk i detta maillet.

Som vi nämnde i förra maillet kommer svaren vara anonyma. Den första frågan där ni ska skriva in ert företagsnamn är främst för att kunna kategorisera företaget i empirin utifrån ett antal olika branscher. Varken företagsnamnet eller ditt namn kommer nämnas i rapporten eller någon annanstans. Vi hoppas detta ska leda till att ni vill svara på frågorna så utförligt som möjligt. Har ni några andra funderingar och frågor kring hur enkäten ska användas så besvarar vi gärna dessa.

Vi skickar gärna rapporten till er när den är färdigställd om intresse finns.  
Ännu en gång tack för ert samarbete.

Hej igen!

Det hade varit av stor tacksamhet om ni vill avvara några minuter till att svara på enkäten och förhoppningsvis får ni också användning av rapporten när den är färdigställd i slutet av maj. Länken till enkäten kommer här.

Allt gott och tack på förhand,  
Andreas och Max

## Bilaga 4: Påminnelsemejl

Hej xxx,

Tänkte bara följa upp och kolla så att du fått mitt förra mejl med länk till enkäten. Vi har nu fått ett antal svar och vi behöver ca 10 st till för att vår undersökning ska bli signifikant. Det betyder mycket för oss om vi kan få fem minuter av din tid för att besvara enkäten.

Med Vänliga Hälsningar//  
Max och Andreas

## Bilaga 5: Företagens egna synpunkter om kapitalstruktur

Är det någon annan faktor som ni anser har påverkat/påverkar er kapitalstruktur?

Nej

.

Betalningsplan

Vi två grundare och ägare har startat bolaget från grunden och gillar inte att låna pengar, så vi har från början haft målet att bygga upp ett företag med endast eget kapital. Vi accepterar en eventuell lägre tillväxt som denna kapitalstruktur kan ge. Så det handlar om vilka val man gör / hur man väljer att driva företag.

nej

känns bra att vara skuldfri men skulle inte tveka att ta ett lån om rätt investering kommer upp.

Att ha hög soliditet och god likviditet är avgörande för att möta framtida konjunktur nedgångar.

efterfrågan

Att vi just växt organiskt. Inte köpt företag med lånade pengar.

Legala krav på viss andel eget kapital

"Den som är satt i skuld är icke fri"

Vet ej

Vi vill äga bolaget själva och styra våra beslut på egen hand. Då får det hellre ta lite längre tid att växa.

Tillgång till kapital. Lån ej alltid möjligt.

Eftersom byggbranschen alltid gått i vågor så ska man inte låna det går snabbt ner och där har man konkurrens fördelar när man äger allt.

Varierande efterfrågan över året med kort framförhållning.

Vad innebär en optimal kapitalstruktur för er? Har ni till exempel ett mål om skuldsättningsgrad som företaget ska upprätthålla?

Vi jobbar utifrån ett mål att hälften av tillgångarna skall vara betalda. Detta betyder inte 50% soliditet då tillgången kan vara betald o i bokföringen vara nollad. Dock kan den fortfarande användas o inbringa intäkter i samma nivå som en ny tillgång. Dock ökar reparationskostnaderna som påverkar likviditeten.

.

Vi har inga lån eller skulder idag och hoppas kunna fortsätta så.

Att verksamheten inte finansieras genom lån utan genom egen kassa.

Vi har som mål att ha 100% eget kapital. Vi har en bra tillväxt (ca 20-25% årligen) med mkt stark lönsamhet så vi ser idag inget behov av externt kapital som tex lån eller ta in externa investerare.

inget mål , 1 ägare

Inga mål, all tillväxt skall finansieras med eget kassaflöde.

Inga långfristiga skulder.

Nej. Inget behov av lån.

Vi har ingen målsättning att skuldsätta bolaget

Vi har valt att inte ha några lån så svaret på frågan är väl att det optimala är finansiering helt med vinstmedel.

ett bra värde på företaget på lång sikt

Har inte något definierat mål, vill att verksamheten ska generera kapital för tillväxt på sikt.

Så lite lån som möjligt och växa organiskt inte via förvärv.

Inga skulder

Sunda finanser minskar behovet av lån, tillväxt är skapad av andra faktorer

Helst inga lån el skuldsättning endast om vi skulle öppna ytterligare en skola

Då vi arbetar mot ständig tillväxt är det svårt att reglera skuldsättningsgraden helt

Målet är att vara skuldfri

Möjlighet att genomföra önskade investeringar utan att äventyra företagets fortlevnad

Nej, då vi ej har lån eller främmande kapital är det inget vi funderat över.

Nej. Svårt med relativt nytt bolag. Långsiktigt mål är soliditet= 40%

Noll skuldsättningsgrad vill vi behålla.

ja 30%

Har inga mål fins det arbete så finns det inget annat

Nej, positivt kassaflöde, låga fasta kostnader är våra fokus för att klara variationerna av efterfrågan över året.

Detta har vi inte tagit ställning till.

Nej

Inga sådana mål finns, men utgångspunkten är att bolaget ska föredra kapitalstruktur där lånegraden är låg.

0,2-0,5 är väl en bra marginal anser jag.

Hos oss finns inga direkta mål på detta.

## Bilaga 6: Företagens ålder

Företag:	Grundades:	Ålder: (år)	Företag:	Grundades:	Ålder: (år)
Företag 1:	2015	5	Företag 2:	2012	8
Företag 3:	1994	26	Företag 4:	2009	11
Företag 5:	2010	10	Företag 6:	2014	6
Företag 7:	2019	1	Företag 8:	2011	9
Företag 9:	2012	8	Företag 10:	2014	6
Företag 11:	2015	5	Företag 12:	2010	10
Företag 13:	1994	26	Företag 14:	2011	9
Företag 15:	2012	8	Företag 16:	2001	19
Företag 17:	2013	7	Företag 18:	2008	12
Företag 19:	2014	6	Företag 20:	2012	8
Företag 21:	2010	10	Företag 22:	2010	10
Företag 23:	2002	18	Företag 24:	2007	13
Företag 25:	2013	7	Företag 26:	2002	18
Företag 27:	2013	7	Företag 28:	2015	5
Företag 29:	2012	8	Företag 30:	2005	15
Företag 31:	2013	7	Företag 32:	2014	6
Företag 33:	2004	16			

## Bilaga 7: Förhållandet mellan ägare och ledning

<b>Företag:</b>	<b>Ägare/lednings förhållande</b>	<b>Företag:</b>	<b>Ägare/lednings förhållande</b>
Företag 1:	Företagets ägare sitter även som VD.	Företag 2:	Valberedningen består av de tre största ägarna
Företag 3:	Företagets ägare sitter även som VD	Företag 4:	Företagets ägare sitter även i styrelsen
Företag 5:	Företagets ägare sitter även i styrelsen	Företag 6:	Företagets ägare sitter även i styrelsen
Företag 7:	Företagets ägare sitter även i styrelsen	Företag 8:	Företagets ägare sitter även i styrelsen
Företag 9:	Företagets ägare sitter även i styrelsen	Företag 9:	Företagets ägare sitter även i styrelsen
Företag 10:	Företagets ägare sitter även i styrelsen	Företag 11:	Företagets ägare sitter även i styrelsen
Företag 12:	Företagets ägare sitter även i styrelsen	Företag 13:	Företagets ägare sitter även i styrelsen
Företag 14:	Företagets ägare sitter även i styrelsen	Företag 15:	Företagets ägare sitter även i styrelsen
Företag 16:	Företagets ägare sitter även i styrelsen	Företag 17:	Företagets ägare sitter även i styrelsen
Företag 18:	Företagets ägare sitter även i styrelsen	Företag 19:	Företagets ägare sitter även i styrelsen
Företag 20:	Företagets ägare sitter även i styrelsen	Företag 21:	Företagets ägare sitter även i styrelsen
Företag 22:	Ägs av ledningen i företaget	Företag 23:	Företagets ägare sitter i styrelsen
Företag 24:	Företaget ägare sitter i styrelsen	Företag 25:	Företagets ägare sitter i styrelsen
Företag 26:	Företagets ägare sitter även i styrelsen	Företag 27:	Företagets ägare sitter även i styrelsen
Företag 28:	Företagets ägare sitter även i styrelsen	Företag 29:	Företagets ägare sitter även i styrelsen
Företag 30:	Företagets ägare sitter även i styrelsen	Företag 31:	Företagets ägare sitter även i styrelsen
Företag 32:	Företagets ägare sitter även i styrelsen	Företag 33:	Företagets ägare sitter även i styrelsen

