

Kapitalstruktur i svenska SMF inom hotellindustrin

En kvantitativ studie om faktorer som belyser kapitalstruktur utifrån pecking order teorin

Av: Nessrin Abu Baker

Handledare: Ogi Chun

Examinator: Maria Smolander

Södertörns högskola | Institutionen för samhällsvetenskaper

Kandidatuppsats 15 hp

Företagsekonomi C | Vårterminen 2021

Programmet för Logistik och ekonomi



Förord

Jag vill tacka min handledare Ogi Chun och opponenterna som har varit till hjälp och bidragit till både viktiga åsikter och kritik under terminen. Men främst vill jag tacka för vissa nära och kära som har bidragit till motivation och stöttning under hela höstterminen 2021. Sist vill jag tillägna ett stort tack för min egen insats trots det motgångar som har förekommit under uppsatsskrivandet.

Stockholm, Juni 2021

Nessrin Abu Baker

Sammanfattning

Syftet med studien var att analysera faktorer inom hotellbranschen med inriktning på små- och medelstora företags kapitalstruktur utifrån de centrala faktorerna från teorierna trade-off och pecking order teorin. Däremot utgick hypoteserna utifrån pecking order teorin och testades därefter genom en regressionsanalys. Studien har utgått ifrån en kvantitativ studie där data hämtades från databasen Retriever Research och baserades på 97 svenska hotell mellan år 2011- 2019. Vid analys av kapitalstrukturen på hotellbranschen har tre beroende variabler tillämpats (totala skulder, långfristiga skulder och kortfristiga skulder) samt de fem olika oberoende variabler (tillväxt, ålder, storlek, lönsamhet och tillgångsstruktur). Utifrån en regressionsanalys har resultatet visat sig att 6 hypoteser av 15 stödjer pecking order teorin, varav 3 av 15 hypoteser stödjer trade off teorin. De resterande 6 hypoteserna saknade signifikans och anses sakna samband mellan den beroende variabeln och oberoende variabeln. Sammanfattningsvis hade tillgångsstruktur den starka förklaringsstyrkan till totala skulder och långfristiga skulder. Däremot fann studien även signifikans med dem övriga faktorer, bland annat tillväxtmöjlighet med totala- och långfristiga skulder, ålder och långfristiga skulder och sist mellan storlek och långfristiga skulder som alla stödjer antaganden från pecking order teorin. Dessutom förkastades sambanden mellan ålder och kortfristiga skulder, samt mellan storlek och totala- och kortfristiga skulder eftersom hypoteserna stödde trade-off teorin. Sist kunde inget samband finna mellan tillväxtmöjlighet och kortfristiga skulder, ålder och totala skulder, tillgångsstruktur och kortfristiga skulder. Överlag fann författaren inget samband mellan lönsamhet och de tre olika beroende variablerna.

Nyckelord: Gästfrihetsbranschen, finansieringsbeteenden, kapitalstruktur, hotellföretag, små- och medelstora företag, långfristiga skulder, kortfristiga skulder, pecking-order teorin, trade-off teorin.

Abstract

This study aims to analyze factors within the hotel industry with a focus on the capital structure of small- and medium sized companies based on the trade-off theory and pecking order theory. However, the hypotheses were based on the pecking order theory and were then tested through a regression analysis. The study was based on a quantitative study where the data was retrieved from the database Retriever Research and is based on 97 Swedish hotels between the years 2011- 2019. When analyzing the capital structure of the hotel industry, three dependent variables have been applied (total debt, long-term debt and short-term debt) as well as the five different independent variables (growth, age, size, profitability and asset structure). Based on a regression analysis, it has been shown that 6 hypotheses out of 15 support the pecking order theory, of which 3 out of 15 hypotheses support the trade off theory. The remaining 6 hypotheses were not significant and are considered to be unrelated between the dependent variable and the independent variable. In summary, the asset structure had greater explanatory power to total debt and long-term debt. However, the study also found significance with other factors, including growth potential with total-long-term debt, age and long-term debt and last between size and long-term debt, that all support assumptions from the pecking order theory. In addition the study rejected the relationship between age and short-term debt, and between size and total and total-short term debt because the hypotheses supported the trade-off theory. Finally, no relationship could be found between growth potential and short-term debt, age and total debt, asset structure and short-term debt. Overall, the author found no relationship between profitability and the three different dependent variables.

Key words: hospitality industry, Financing behaviors, Capital structure, Hotel companies, small and medium enterprises, long-term debt, pecking order theory, short-term debt, trade-off theory.

Ordlista

Små företag: Små företag definieras med en omsättning som understiger tio miljoner euro (motsvarar ca 100 miljoner sek) eller en balansslutning som understiger tio miljoner euro samt har mellan 10-49 anställda i verksamheten (Europeiska kommissionen, 2015).

Medelstora företag: definieras som ett företag med en årlig omsättning som understiger femtio miljoner euro eller har en balansslutning som understiger 43 miljoner euro med färre än 250 stycken anställda (Europeiska kommissionen 2015).

SMF: Små- och medelstora företag (Europeiska kommissionen 2015).

Skatteskölden: Skatteskölden bildas vid belåning eftersom företagen har rättigheter att få skatteavdrag för dess räntekostnader (Modigliani och Miller 1963, sid. 433-434).

Asymmetrisk information: Uppkommer vid en situation där företagsledningen har mer information om företagets framtidsutsikter, risker, värde än utomstående investerare (Brealey, Myers & Allen 2017, sid. 479; Hillier et al. 2021, sid. 511).

Agentkostnad: kostnad som ökar när det uppstår intressekonflikter mellan företagets intressenter. Exempelvis mellan företagsledningen och kreditgivare/aktieägarna (Brealey, Myers & Allen 2017, sid. 12).

Moral hazard: moral hazard problem förekommer efter att ett avtal tecknas och innebär att ena parten inte agerar i god tro, exempelvis använder lån till ett annat ändamål än vad som är avtalat med banken (Hamberg 2004, sid.82).

Transaktionskostnader: är kostnaderna som uppkommer i samband med transaktion av kapital från en marknadsaktör till en annan (Hamberg 2004, sid. 264)

Intern finansiering: finansiering som genererade med företagets kvarvarande vinster och avskrivningar (Brealey, Myers & Allen 2017, sid. G10)

Extern finansiering: finansiering som inte genereras av företaget: ny upplåning eller nyemission av aktier (Brealey, Myers & Allen 2017, sid. G7)

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	5
1.3 Syfte	7
1.3.1 Forskningsfrågor	7
1.4 Avgränsning	7
1.5 Disposition	8
2. Teoretisk referensram	9
2.1 Modigliani & Miller	9
2.1.1 Kapitalstrukturens irrelevans	9
2.1.2 Kapitalstrukturens relevans	10
2.2 Pecking order-teorin	11
2.3 Trade-off-teorin	12
2.4 Motivering till vald teori	13
2.5 Tidigare studier inom hotellindustrin	13
2.6 Variabler och hypoteser	15
2.6.1 Tillväxt	15
2.6.2 Ålder	16
2.6.3 Storlek	17
2.6.4 Lönsamhet	19
2.6.5 Tillgångsstruktur	19
2.6.6 Sammanställning	21
3. Metod	22
3.1 Vetenskapssyn	22
3.2 Kvantitativ forskningsmetod	22
3.2.1 Litteraturgenomsökning	23
3.2.2 Urval och bortfall	23
3.3 Statistisk bearbetning av data	24
3.3.1 Universal analys	25
3.3.2 Databearbetning	26
3.3.3 Bivariat analys	26
3.3.4 Multivariat analys	27
3.4 Utvärdering av regressionsanalys	28
3.4.1 Korrelationsanalys	28

3.4.2 Multiple regression	29
3.5 Operationalisering	30
3.5.1 Beroende variabler	30
3.5.2 Oberoende variabler	30
3.5.3 Sammanställning av variablerna	32
3.6 Kvaliteten i datan	32
3.6.1 Validitet och reliabilitet	33
3.6.2 Metodkritik	34
4. Empiri	36
4.1 Universal analys	36
4.2 Korrelationsanalys	37
4.3 Regressionsanalys	39
5. Analys och tolkning	41
5.1 Tillväxtmöjlighet	41
5.2 Ålder	42
5.3 Storlek	43
5.4 Lönsamhet	44
5.5 Tillgångsstruktur	44
5.6 Hypotesprövning	46
6. Slutsats	48
7. Avslutande diskussion och vidare forskning	49
Referenslista	51
Appendix	56

Figurförteckning

Figur 1. Trade-off teorin (Myers 1984, s. 577)	13
--	----

Tabellförteckning

Tabell 1: Sammanställning av sambanden mellan de beroende- och oberoende variablerna	21
Tabell 2: Sammanställning av tidigare studier	21
Tabell 3: Sammanställning av formlerna	32
Tabell 4: Beskrivande statistik	36
Tabell 5: Korrelationstabell	37
Tabell 6: Regressionsanalys tabell	39
Tabell 7: Sammanställning över alla hypoteser	46

1. Inledning

I det första kapitlet redogörs bakgrund till kapitalstrukturen, med fokus på små-och medelstora företag. Vidare diskuteras problematiken som föreligger från den tidigare forskningen för att sedan presentera syftet och dispositionen.

1.1 Bakgrund

I samband med digitaliseringen har olika plattformar skapat möjlighet att erbjuda hotellrum, där konsumenterna får möjligheten att både söka, jämföra och boka hotell via internet. Sedan 2000-talet har onlinebokning av hotellrum ökat markant och utgör cirka hälften av alla hotellbokningar, visar konkurrensverkets rapport från 2018 (Konkurrensverket 2018, sid. 165-166). Mellan 2010 och 2019 ökade antalet hotellnätter i Sverige från cirka 27 till 39 miljoner (Statistiska centralbyrån u.å.-a). Svenskar som bor i Sverige står för mestadels av alla övernattningsnätter, men har på senare åren även ökat till följd av utländska besökare som står för en fjärdedel av alla hotellövernattningsnätter. Dock har antalet hotellnätter mellan 2019 till 2020 minskat med cirka 17 miljoner på grund av coronapandemin (Statistiska centralbyrån 2020; Statistiska centralbyrån u.å.-a). Hotell- och restaurang är även ett av de mest drabbade branscherna under hela pandemin och hade den högsta procentuella andelen företagskonkurser i jämförelse med andra branscher inom exempelvis handel, byggindustrin och företagsadministration. Mellan januari till oktober 2020 hade konkurser ökat med 107 procent. Sett utifrån antalet konkurser mellan 2019 till 2020, hade antalet konkurser fördubblats från 28 företag till 58 stycken företag (Tillväxtanalys 2020).

Ur ett ekonomiskt perspektiv, karaktäriseras hotell- och restaurangbranschen som kapitalintensiva och tenderar att innehålla höga nivåer av anläggningstillgångar. Exempelvis finner hotellbranschen ett stort behov av att avsätta resurser till hyror, möbler och utrustning (Lee & Xiao 2011, sid 862-863). Hotellföretagens utmaning är därmed de höga fasta kostnaderna och är även verksamma i en konkurrensutsatt marknad. Eftersom fasta kostnader kvarstår oavsett om intäkterna ökar eller minskar, råder det en ökad risk för konkurs. På grund av den höga volatiliteten i intäkterna och hotellbranschens specifika egenskaper, kan

företagets finansieringsbeteende påverkas (Donaghy et al. 1995, sid 139; Serrasqueiro & Nunes 2014, sid 98). Sambandet mellan branschstruktur och det ekonomiska utfallet har blivit tydligare när restriktioner började under pandemin. Dels påverkade det till lägre hotellbokningar, men även färre kafé- och restaurangbesök samt resor i både den svenska marknaden men även utomlands (Finanspolitiska rådet 2021, sid 24). Till följd av den osäkra efterfrågan och den höga risken som innebär, har hotellbranschen svårt att anskaffa sig extern finansiering i form av lån från banken (Serrasqueiro & Nunes 2014, sid 98).

Huruvida företagen ska finansieras är därmed ett av de grundläggande besluten som sker vid val av verksamhetens kapitalstruktur, vilket definieras som det proportionella förhållandet mellan eget kapital och skulder (Myers 2001, sid. 81). Modiglianis och Millier (1958, 1963) allmänt kända MM-teorin om företagens kapitalstruktur, resulterade till utvecklingen av flera andra teorier inom samma ämnesval, bland annat trade-off teori och pecking order teori. Utifrån trade-off teorin utgår det ifrån att det föreligger en optimal skuldsättningsnivå som verksamheten bör sträva efter i syfte att maximera fördelarna mellan skatteskölden och reducera risken för konkurs (Kraus & Litzenberger 1973). Medan pecking order teorin antyder att företagen inte har en definierad kapitalstruktur, utan istället finansieras utifrån en hierarkisk ordning, där intern finansiering föredras före extern finansiering, vilket utgår ifrån att det föreligger asymmetrisk information mellan olika parter (Myers & Majluf 1984; Myers 1984). Både trade-off teorin och pecking order teorin har oftast presenterats separat vid beslut av den optimala kapitalstrukturen, men har under senaste forskningen tillämpats gemensamt och som en komplement vid redogörelse av finansieringsbeteenden inom små- och medelstora företag. Dessa två teorier har applicerats i forskningar i syfte att förklara företagens egenskaper, men även i avsikt att bäst förklara små- och medelstora:s (SMF) finansingsbeslut (López-Gracia & Sogorb-Mira 2008, sid. 118).

I jämförelse med stora företag är små- och medelstora företag i mindre utsträckning börsnoterade och har en viss tendens till att påverkas av informationsasymmetri, där transaktionskostnaderna ökar vid eventuella behov av finansiering. Eftersom SMF i större omfattning oftast ägs och förvaltas av en eller få direktörer som i majoriteten av fallen inte är villiga att dela kontrollen till andra aktörer, är dessa därmed mer beroende av interna resurser och kortfristiga skulder. I samband med det har även SMF svårt att få resurser från långivare, med anledningen att de är mer instabila och har större benägenhet att hamna i konkurs (López-Gracia & Sogorb-Mira 2008, sid. 118). I syfte att förstå företagens finansieringsbeslut

har därmed olika variabler tillämpats, då dessa har en effekt på företagens skuldsättningsgrad, där bland annat gamla empiriska studier som analyserat determinanterna i kapitalstrukturen är; Bradley et al. (1984), Ferri & Jones (1979), Titman och Wessels (1988), Harris och Raviv (1991) samt Myers (1977).

Studierna ovan är några utvalda undersökningar som behandlar determinanter i syfte att förstå kapitalstrukturen, men som alla berör kapitalstruktur inom stora företag. Tidigare empiriska studier inom små- och medelstora företag inom hotellbranschen är sällan förekommande, men har på senaste tiden varit ett aktuellt ämne att undersöka. De tidigare studier som behandlar olika faktorer inom hotellbranschen, även kallade för determinanter som är mest återkommande är; tillväxt, ålder, storlek, lönsamhet och tillgångsstruktur. De tidigare studierna undersöker endast små- och medelstora hotellföretag i sydeuropa, varav både Matias, Salsa och Afonso (2018), Pacheco och Tavares (2017) samt Nunes och Serrasqueiro (2017) undersöker hotellföretag i Italien, medan studien av Mueller och Sensini (2021) utgår ifrån den italienska marknaden. Alla faktorer är därmed centralt i studierna vid analys av kapitalstrukturen inom hotellbranschen, eftersom de faktorerna kan påverka skuldkvoten.

Anläggningstillgångar är ett av de mest uppmärksammade faktorerna menar Andrew och Schmidgall, en studie från 1993 (Refererad i Karadeniz, Kandir, Balcilar 2009, sid. 595) eftersom företag som erbjuder boende kräver höga nivåer av kapital i syfte att täcka investerings- och driftkostnader. På grund av att tillgångar mestadels omfattar anläggningstillgångar, blir därmed långfristiga skulder och eget kapital relativt högt (ibid). Däremot har små- och medelstora företag som tidigare nämnt, svårare att få tillgång till finansiering av extern kapital, dels på grund av att de saknar historisk betalningsförmåga vilket påverkar dessa företag till att anskaffa sig lån från banken på grund av den höga informationsasymmetrin. När informationsasymmetrin är högre påverkas även agentproblemen mellan parterna, eftersom små företag har en tendens att under de första åren sätta företagets intresse i första hand och därav kan egendom av känt värde användas som säkerhet vid lån från kreditgivaren (Diamond 1989, sid. 858-859; Michaelas 1999, sid. 115). Detta visade sig även stämma överens med nya studier inom hotellbranschen, där ett positivt samband fann mellan långfristiga skulder och tillgångsstruktur. Resultatet tyder därmed att företag med en högre grad av materiella anläggningstillgångar även hade det lättare för att anskaffa sig externt kapital (Matias, Salsa & Afonso 2018; Mueller & Sensini 2021; Pacheco & Tavares 2017; Nunes & Serrasqueiro 2017).

Utöver anläggningstillgångar, förekommer även andra variabler som påverkar företagets finansiering. Ett företag som är under tillväxt bedöms även i största grad även behöva finansieras genom belåning, dock kan dess tillväxtpotential skapa moral hazard situation då små företag tenderar att ta mer risker i syfte att skapa tillväxt, vilket även i denna situation kan innebära att kreditgivaren är ovilliga att finansiera dem (Titman & Wessels 1988, sid.4; (Hall, Hutchinson & Michaelas 2004, sid. 741). Både studien av Nunes och Serrasqueiro (2017) och Matias, Salsa och Afonso (2018) visade ett negativt samband till långfristiga skulden och tillväxt, vilket stämmer överens med trade-off teorin som utgår ifrån resonemanget att finansiering för SMF är begränsad (Frank & Goyal 2003, sid. 2019). Samband mellan långfristiga skulden och tillväxt saknades däremot i två av studier inom hotellbranschen, vilka är både Mueller och Sensini (2021) och Pacheco och Tavares (2017), men däremot fann båda ett positivt samband mellan totala skulden och tillväxt, vilket indikerar på ledningen i största mån är ovilliga att emittera eget kapital och därför har höga finansieringsbehov, vilket stämmer överens med principerna från pecking order teorin (Frank & Goyal 2003, sid. 2019).

Även ålder har en inverkan på kapitalstruktur, där yngre företag har bättre förutsättningar för att anskaffa sig lån på grund av längre betalningshistorik som banken kan utgå ifrån (Diamond 1989, sid. 858-859). Utifrån pecking order teorin anses äldre företag inneha mindre behov av lång- eller kortsiktiga skulder enligt Hall, Hutchinson och Michaelas (2004, sid 715), vilket stämmer överens med studien av Matias, Salsa och Afonso (2018) samt Nunes och Serrasqueiro (2017). Tre av studierna inom hotellbranschen fann även liknande resultat där äldre företag är mindre behov av totala skulder, vilka är Matias, Salsa och Afonso (2018), Mueller och Sensini (2021) samt Pacheco och Tavares (2017). Nunes och Serrasqueiro (2017, sid 557) fann däremot ett positivt samband mellan långfristiga skulder och ålder, vilket indikerar på att äldre företag föredrar att finansieras med långfristiga skulder.

Storlek har även en inverkan på kapitalstruktur, då större företag i största grad har mindre risk att försätta sig i konkurs på grund av dess breda diversifiering av aktiviteter i företaget och därför mindre i jämförelse med små- och medelstora företag. Även att större företag har avsikt att utnyttja dess fördelar med skatteskölden som innebär vid ökad skuldsättning av långfristiga skulder (Hall, Hutchinson & Michaelas 2004, sid. 715; Titman & Wessels 1988,

sid. 5-7; Frank & Goyal 2009, sid 8). Detta visade sig på samtliga studier av både Matias, Salsa och Afonso (2018), Mueller och Sensini (2021), Pacheco och Tavares (2017) samt Nunes och Serrasqueiro (2017). De tre sistnämnda studierna fann även negativt samband mellan storlek och kortfristiga skulder, vilket indikerar på att större företag föredrar att finansieras med långfristiga skulder före kortfristiga skulder på grund av skattefördelarna. Utifrån pecking order teorin söker sig små företag till kortfristiga skulder, därav resultatets sambandet mellan storlek och skuldkvoterna (Hall, Hutchinson & Michaelas 2004, sid 715).

Sist har även lönsamhet även påverkan på val av finansiering, lönsamma företag i största mån har större potential till extern finansiering och utnyttjandet av skatteskölden (Fama & French 2002, sid. 6; DeAngelo & Masulis 1980, sid. 18). Däremot fann studierna av både Matias, Salsa och Afonso (2018), Mueller och Sensini (2021) och Pacheco och Tavares (2017) ett negativt samband mellan långfristiga skulder och tillväxt och motiveras för att stödja pecking order teorin med motiveringen att lönsamma företag finansieras utifrån en hierarkisk ordning, eftersom dessa företag har större möjlighet till internt kapital därav har mindre behov av externt kapital (Myers 1984, sid.581).

1.2 Problemdiskussion

Trots att det råder oenigheter huruvida företagen ska finansiera verksamheten, förekommer det diskussion kring olika faktorer som kan ha en effekt på relationen mellan företags skuldsättning och eget kapital. Utöver det har även det mesta av forskningsarbetet utförts i andra länder än i Sverige och därmed kan slutsatsen från tidigare empirisk forskning skiljas åt vid kapitalstruktursbeslut. Öhman och Yazdanfar är två forskare som studerade kapitalstrukturen på små-och medelstora företag i Sverige. Den första artikeln "*Capital structure dynamics among SMEs: Swedish empirical evidence*" av Yazdanfar och Öhman (2016, sid. 245, 250) analyserade 15952 SMF i fem olika industrier, vilka är detaljhandel, metallsektorn, konsultsektorn, hälso- och sjukvårdssektorn samt byggsektorn mellan 2009 till 2012. Studien undersökte endast tre olika oberoende variabler; storlek, ålder och industri som tillskillnad från den senare studien av samma författare i artikeln "*Short-and long-term debt determinants in Swedish SMEs*" undersökte utöver de tre faktorerna även fem andra faktorer, varav lönsamhet och tillväxt som är central i denna studie (Öhman och Yazdanfar 2017, sid. 111, 106). Fastän den senaste studien från Öhman och Yazdanfar (2017) visade ett liknande

samband mellan långfristiga skulder och de två variablerna lönsamhet och tillgångsstruktur med studierna av bland annat; Matias, Salsa och Afonso (2018), Mueller och Sensini (2021) samt Pacheco och Tavares (2017). Skiljde sig resultatet åt mellan variablerna kortfristiga- och långfristiga skulder med studierna av Mueller och Sensini (2021), Pacheco och Tavares (2017) samt Nunes och Serrasqueiro (2017). Utifrån Öhman och Yazdanfar (2017) studie fann ett negativt samband mellan storlek och långfristiga skulder samt positivt samband mellan storlek och kortfristiga skulder, vilket författaren menar kan vara en anledning till att små-och medelstora företag använder sig av kortfristiga skulder som en ersättning för långfristiga skulder (ibid, sid. 121). På grund av att små-och medelstora företag förknippas med problem av informationsasymmetrin samt moral hazard situation mellan banken samt har större konkursrisk, menar Öhman och Yazdanfar (2017, sid. 121, 111) att motivet till resultatet kan innebära att SMF söker sig till kortfristiga skulder för att minimera effekterna som är innebär på grund av informationsasymmetrin.

Till följd av att SMF i största utsträckning påverkas av informationsasymmetrin, har dessa företag större svårigheter att finansieras av lån från banken på grund av att de dels saknar historisk betalningsförmåga. I samband med den höga informationsasymmetrin tenderar även SMF påverkas av agentproblem, där dessa företag sätter företagets intresse i första hand (Diamond 1989, sid. 858-859; Michaelas 1999, sid. 115). Därav är pecking order teorin mer lämplig att resonera kring vid specifika studier som behandlar små-och medelstora företag eftersom teorin utgår ifrån att det föreligger en asymmetrisk information mellan olika parter (Myers & Majluf 1984; Myers 1984). Att just små-och medelstora företag drabbas av att finna lånefinansiering, visade sig vara en tydlig problematik i Sverige under pandemin (Regeringen 2020). Utöver det nämnda nämner författaren Öhman och Yazdanfar (2017, sid. 121) i slutsatsen att studien hade begränsningar, vilka är att studien endast utgick ifrån fem olika branscher och därmed kan resultatet ifrågasättas huruvida slutsatsen kan generaliseras till andra industrier. Eftersom företag i högsta grad är heterogena och inverkar i olika branscher skiljer finansieringsvalen åt, därav tillämpas enbart en av branscherna separat från resterande branscher (FI 2021, sid. 3). Vidare menar Mac an Bhaird och Lucey (refererad i Öhman & Yazdanfar (2017, sid. 121) att finansieringsbeteende i SMF kan skilja sig åt mellan mellan olika länder.

På grund av bristen av kapital inom SMF, har därmed förståelsen för determinanterna varit en central möjlighet i syfte att uppmuntra tillgången av kapital inom SMF för att stimulera utvecklingen och tillväxten i företagen, menar Serrasqueiro och Caetano (2015, sid. 446).

På liknande resonemang kan även denna studie av de olika determinanter inom kapitalstrukturen vara användbart vid förståelsen för hotellindustrins kapitalstruktur i den svenska hotellindustrin för att täcka den kunskapsluckan som finns. Genom att utgå ifrån faktorerna anläggningstillgångar, tillväxt, ålder, storlek och lönsamhet kan studien eventuellt finnas likheter alternativt skillnader från de tidigare studierna inom hotellbranschen.

Författaren anser därmed finna ett syfte att förstå hur kapitalstrukturen i den svenska marknaden ser ut och eventuellt bidra till underlag för nystartade hotellföretag vid eventuell etablering i den svenska marknaden.

Men även för SMF som redan är etablerade, i syfte att bidra till en effektiv utnyttjande av ekonomiska resurser (Öhman och Yazdanfar 2017, sid. 121)

1.3 Syfte

Syftet med studien är att undersöka vilka faktorer som är viktiga med avseende på kapitalstrukturen i små-medelstora bolag inom hotellindustrin. Studien utgår ifrån pecking order teorin på kapitalstrukturen inom den svenska hotellindustrin.

1.3.1 Forskningsfrågor

1. Hur tillämplig är pecking order teori på kapitalstrukturbeslut som fattas av SMF i den svenska hotellindustrin?
2. Vilken inverkan har tillväxt, storlek, ålder, lönsamhet och tillgångsstruktur vid val av kapitalstruktur inom hotellindustrin?

1.4 Avgränsning

Studien avgränsar sig till att endast undersöka 97 stycken små-och medelstora hotellföretag med- och utan restaurangverksamhet i Sverige. Vidare görs en ytterligare avgränsning där endast aktiva aktiebolag undersöks mellan 2011 och 2019.

1.5 Disposition

Studien är uppdelad i sju avsnitt i syfte att få en överblick och vägleda läsaren genom rapporten. Det första avsnittet ges en överblick över studiens huvudämne och bakgrund till problematiken. Vidare redogörs de relevanta teorierna som studien kommer grunda sig på i den andra kapitlet, med en mer djupgående förklaring till Modigliani och Miller teorier, pecking order teorin samt trade off teorin. I samma avsnitt presenteras de tidigare forskning inom hotellbranschens kapitalstruktur. Vidare i kapitel 4 avser en presentation till studiens resultat utifrån utskriften från regressionsanalysen. Kapitel 5 förs en granskning och undersökning över hur väl pecking order teorin överensstämmer med empirin, om inte, görs en koppling till övriga teorier för att motivera empirins resultat. Som ett avslut på huvuddelen knyter studien ihop trådarna och kommer fram till några allmänna slutsatser. Slutligen i kapitel 7 förs en diskussion till studiens resultat med eventuella förslag till förbättringar av studien, för att sedan avsluta avsnittet med några nya vägar för fortsatt forskning.

2. Teoretisk referensram

I följande avsnitt presenteras Modigliani och Miller teorier samt en presentation till de två centrala teorierna: trade-off och pecking-order teorin. Teorierna är väl lämpade för studien i den ändamål att båda har en motivering till sambandet mellan skuldsättning och studiens valda faktorer. Vidare presenteras de utvalda tidigare forskning inom hotellbranschen från andra länder. Slutligen avser en egen rubrik med respektive faktor och dess motivering till hypotesframkallningen.

2.1 Modigliani & Miller

2.1.1 Kapitalstrukturens irrelevans

År 1958 publicerade två professorer, Franco Modigliani och Merton H. Miller, dem två mest omtalade propositioner. I den första artikeln “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*” (1958, sid 292), redogör både Modigliani och Miller att kapitalstrukturen är irrelevant till företagets värde, vilket innebär att ett företag som endast finansierats med skulder kontra utan skulder, bedöms marknadsvärdet på företaget oförändrat. Denna slutsats leder till följande formel: (Hillier 2021, sid. 479).

$$V_U = V_L$$

där: $V_U =$ företagsvärde utan skulder

$V_L =$ företagsvärde med skulder

Däremot bygger förutsättningen i den första proposition av Modigliani och Miller (1958, sid.268) om att det råder en perfekt marknad, med antagande som inte beaktades såsom skatter, konkurs-, agent- eller transaktionskostnader samt att både privatpersoner och företag erhåller en och samma kapitalkostnader (Hillier 2021, si. 479, Modigliani & Miller, 1958, s. 266–268, 274). Den grundläggande resonemanget angående företagets lika värde oavsett hur företaget har finansierats, utgår ifrån det sistnämnda antagandet, vilket resulterar i att ett belånat företag kan få samma hävstångseffekt i sin portfölj genom att belåna på det

personliga kontot (Hillier 2021, sid. 471; Modigliani & Miller 1958, s. 270-271). Denna slutsats kallar Modigliani och Miller för proposition I (ibid).

I samma artikel av Modigliani & Miller, 1958, s. 271) presenterades den andra propositionen som handlar om att marknadsvärdet inte är beroende av kapitalstruktur eller skatt, likt den första propositionen. Däremot antyder propositionen att en ökad skuldsättning i ett företag, innebär en ökad risk och därmed ökad avkastning hos aktieägaren enligt Modigliani & Miller (1958, s. 271). Även denna proposition, kvarstår principen med den första propositionen angående företagets oförändrade värde trots en ökad skuldsättningsgrad (ibid). Resonemanget till antagandet, menar Hillier (2021, sid. 472) aktieägarna förväntar sig en ökad avkastning på eget kapital som en kompensation för den ökade risken företaget får vid en högre belåning. Utifrån detta menar författarna att en kombination till en ökad avkastning med en ökad skuldsättning kommer kompensera varandra, därmed blir marknadsvärdet oförändrad (ibid).

Den nämnda propositionen ovan kategoriseras inom irrelevanteorin, har blivit kritiserad av författarna Fama och French (1998) som menar att företagets marknadsvärde visst är beroende av kapitalstrukturen. Men trots kritikerna är resultatet från teorin central och viktig i företagsfinansiering menar Hillier (2021, sid.471).

2.1.2 Kapitalstrukturens relevans

I irrelevanteorin, framfördes en presentation av propositioner där företagsvärde är oberoende av skulder i en skattefri värld (Hillier 2021, sid. 479). I den uppdaterade artikeln "*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*", menar Modigliani och Miller (1963, sid. 433-434) att en korrigering från den föregående artikeln krävdes genom att beakta skattesatsen i beräkningen. Eftersom företag har rättigheter att få skatteavdrag för räntekostnader som uppstår vid införandet av skulder, menar författarna att en skattesköld bildas (ibid). Denna skattesköld ökar företagsvärdet, genom nuvärdet av skatteavdraget som är konstant i all evighet, givet samma skattesats. Detta resonemang leder till en slutsats att kapitalstrukturen trots allt är relevant till företagsvärde och att finansiering till fullo ska utgå ifrån skulder (ibid, sid. 441-443).

Däremot påminner författarna Modigliani och Miller (1963, sid. 442) att företag inte alltid bör sträva efter att maximera skulder i deras kapitalstruktur. Vidare diskuteras att det finns alternativa finansiering som förvisso kan vara ett billigare, exempelvis de kvarhållna vinsterna. Utöver detta, menar författarna att det kan vara problematiskt mellan företagen och långgivaren gällande både kostnader och hinder vid långgivning som inte togs hänsyn till i studien (ibid). Men trots det menar Modigliani och Miller (1963, sid. 443) att fördelarna i ett företag med skulder överväger de begränsningar som nämnts.

2.2 Pecking order-teorin

Denna teorin presenterades av Myers och Majluf i artikeln "*Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*" år 1984 och kom även att diskuteras senare av professorn Myers under 1984 i artikeln "*The Capital Structure Puzzle*". Pecking order teorin förutsäger att det föreligger en asymmetrisk information mellan den inre intressenterna (ägarna och företagsledningen) samt den yttre intressenterna i företaget (investorerna och långgivare), vilket handlar om att den ena parten besitter i mer information än den andra parten (Myers & Majluf 1984, sid. 189). På grund av informationsasymmetrin som skapas mellan parterna förekommer ett begrepp som är centralt i även agentteori, vilket kallas för adverse selection (Hillier 2021, sid. 510). Det innebär kortsagt att dessa problem oftast leder till att exempelvis kreditgivaren kräver högre ersättning i form av ökade räntekostnader i samband med den ökade risken som innebär vid utlåning, därav prioriteras intern finansiering framför externt finansieringsmedel (Hillier 2021, sid. 510; Diamond 1989, sid. 858-859). Företagen rangordnar således val av finansieringsmedel enligt följande ordning (Myers 1984, sid.581): Interna medel i första hand och sedan externa medel i form av långfristiga skulder (obligationer) och sist eget kapital (nyemissioner) som det sista utvägen. Vidare är kortfristiga skulder att föredra framför långfristiga skulder på grund av den lägre informationsasymmetrin (Williamson 1981, sid 35).

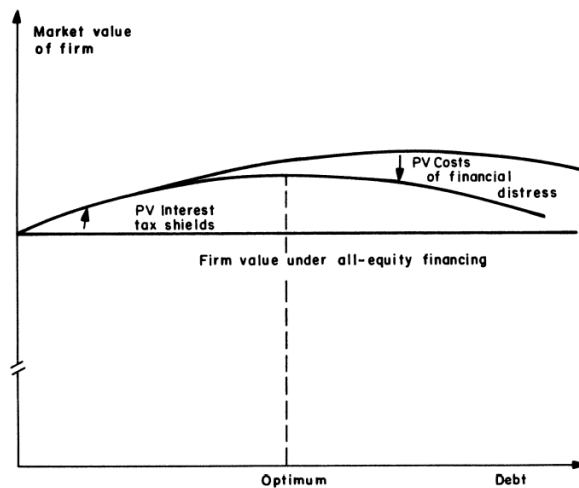
På grund av att det föreligger en asymmetrisk information mellan parterna, anses företagen ha mer vetskap om dess investeringar samt verksamhetsmöjligheter i generellt sätt i jämförelse med marknaden, vilket kan leda till delade uppfattningar om företagets investeringsbeslut. Detta antagande är en av orsakerna till att internt genererat kapital är ett billigare finansieringsalternativ, med grund för att den inte sänder negativa signaler såsom exempelvis

externa finansieringmedel gör (Myers 1984, sid.583-584; Shyam-Sunder & Myers 1999, sid. 225). Med detta som grund, menar Myers och Majluf (1984, sid.209) att verksamhet med låg skuldsättning och som finansieras av interna medel ansåg innefatta en högre grad av lönsamhet.

Att emittera skulder däremot är den andra finansieringsalternativet och bör prioriteras före eget kapital som ovan nämnt. Vid nyemittering av aktier däremot, utgår företagen med ett underpris än det aktuella marknadspriset för att undvika risken att de nya andelarna blir osålda (Myers och Majluf 1984, sid 187-190). Eftersom asymmetrisk information råder i en kapitalmarknad kommer investerare uppleva misstänksamhet gentemot ledningens beslut om dess finansiering och kan därmed skapa negativa signaler i form av att marknadsvärdet kan tolkas vara övervärderad eller att företaget inte besitter i en ekonomisk förmåga att införskaffa sig mer skulder (Myers 1984, sid. 583 & 585). Detta kan därmed tvinga företagen att ta lån istället (ibid).

2.3 Trade-off-teorin

I samma artikel "*The Capital Structure Puzzle*" som vid presentationen av *Pecking order-teorin*, argumenterade Myers (1984) även *trade-off teorin* i syfte att förklara finansieringsval och dess effekt på aktiekursen. Företagens optimala skuldsättningsgrad är enligt teorin en anpassning mellan kostnaderna och fördelarna med belåningen. Principen i teorin utgår ifrån att balansera skattefördelarna i samband med en ökad skuldsättning och den ökade risken med skuldsättningen i form av olika kostnader för konkurs och ekonomiska problem. Genom att göra en avvägning mellan att ersätta finansieringen med antingen eget kapital eller skulder, kommer det finnas en optimal skuldsättningsnivå som maximerar företagets värde (Myers, 1984 sid. 576-577). Den optimala skuldsättningsgraden illustreras inom tröskeln, mellan skattefördelarna samt kostnader för eventuella ekonomiska problem.



Figur 1. Trade-off teorin (Myers 1984, s. 577)

Företaget kan reducera kostnaderna genom en ökad skuldsättningsgrad till en viss nivå enligt figur 1. Därutöver kommer en ytterligare ökning av skulderna minska företagsvärdet i samband med den ökade risken som innebär med de höga skuldsättningsnivåerna.

2.4 Motivering till vald teori

Pecking order teorin kommer att tillämpas vid analys av hotellindustrins kapitalstruktur och kommer därmed inte att belysa huruvida informationsasymmetrin och signalering påverkar företagets avkastning. Trade-off teorin är en central del inom huvudämnet kapitalstruktur och anses enligt författaren att den kommer vara tillämplig att ta hänsyn till vid analysen av resultatet. På samma sätt kommer även pecking order teorin att tillämpas vid analysen av resultatet, men kommer även innefatta en central del vid hypotesframkallningen. Även teorierna från Modigliani & Miller kommer att användas vid analys av hypoteserna.

2.5 Tidigare studier inom hotellindustrin

Artikeln av Matias, Salsa och Afonso (2018) undersökte kapitalstrukturens faktorer från 356 hotellföretag i den portugisiska marknaden mellan 2006 och 2014. Resultatet från studien visade att kapitalstrukturens faktorer hade en inverkan på finansiering- och skuldbesluten som tas av företagen. Studien undersökte 6 oberoende variabler; tillväxtpotential, storlek, ålder, icke-skuld skattesköld, lönsamhet, och tillgångsstruktur, samt 2 beroende variabler,

vilka är långsiktiga skulder och totala skulder. Resultatet visade att de oberoende variablerna hade en avgörande faktor för kapitalstruktur på skuldsättnings beslut. Av dem undersökta variablerna hade tillgångsstrukturen den största förklaringskraften. Tillgångar och storlek visade ett positivt samband till den totala- och långsiktiga skuldkvoter, medan ålder, lönsamhet, tillväxtpotential och icke-skuld skatteskuld hade ett negativt samband (Matias, Salsa och Afonso 2018).

I Mueller och Sensini (2021) artikel belyser kapitalstrukturen i 145 stycken italienska hotellföretag som faller under kategorin SME under sju år mellan 2010 till 2018. Studien undersökte tre beroende variabler (totala skulden, långfristiga skulder och kortfristiga skulder) samt de oberoende variabler (lönsamhet, assets tangibility/materiella anläggningstillgångar, tillväxt, storlek och ålder). Lönsamhet visade ett negativt samband med totala skulder och långfristiga skulder, men visade ingen relevans. Resultatet visade att lönsamma SMF föredrar att använda vinstmedel snarare än skulder vid finansiering av verksamheten. Resultatet fann endast ett positivt samband mellan materiella tillgångar och långfristiga skulder. Studien fann överlag inget belägg för samband mellan tillgångstillväxt och skulder, med undantag mellan omsättningstillväxt och den totala skulden. Storleksvariabeln visar inget samband med den totala skulden, däremot fann ett positivt och signifikant samband med långfristiga skulder men ett negativt samband med kortfristiga skulder. Åldern, visade ett negativt samband med den totala skulden, men fann ingen statistisk signifikans med resterande beroende variablerna (Mueller och Sensini 2021) .

Studien av Pacheco och Tavares (2017, sid 128) studerade determinanterna i kapitalstrukturen för små-och medelstora företag inom hotellbranschen och hur faktorerna påverkade deras skuldsättningsnivå. Studien utgick ifrån 43 portugisiska hotell där författaren undersökte avgörande faktorer för kapitalstruktur mellan 2004 och 2013. Författaren fann ett positivt samband mellan tillväxt (omsättning) med den totala skulden, men fann inget samband mellan tillväxt samt långfristiga- och kortfristiga skulder. Ytterligare visade inget samband mellan både totala-långfristiga- och kortfristiga skulder med tillväxt (tillgångar). Studien fann ett positivt samband mellan långfristiga skulder och storlek (ln totala tillgångar) men ett negativt samband mellan storlek (ln totala tillgångar) och kortfristiga skulder. Men resultatet visade inget samband mellan storlek (ln totala tillgångar) och den totala skulden. Mellan variablerna ålder och den totala skulden fann ett negativt samband, men inget samband mellan ålder och kortfristiga- långfristiga skulder. Lönsamhetsvariabeln visade ett

negativt samband med både den totala skulden och långfristiga skulden, men inget samband visade sig med den kortfristiga skulden. Vidare visar ett positivt samband mellan tillgång och långfristiga skulden, men inget samband med totala tillgångar och kortfristiga tillgångar Pacheco och Tavares (2017, sid 128).

Nunes och Serrasqueiro (2017, sid. 556) studerade 177 hotell i den portugisiska marknaden mellan 2004 och 2012 och fann resultat som stödjer pecking order teorin. Studien fann ett positivt samband mellan tillväxt och kortfristiga skulder, men ett negativt samband mellan tillväxt (omsättning) och långfristiga skulder. Vidare resulterade den empiriska studien ett negativt samband mellan storlek (ln omsättning) och kortfristiga skulder och ett positivt samband mellan storlek och långfristiga skulder. Resultatet fann ett negativt samband mellan ålder och kortfristiga skulden, men ett positivt samband mellan ålder och långfristiga skulden. Lönsamhetsmått, fann ett negativt samband mellan lönsamhet och kortfristiga skulden, men inget samband med den långfristiga skulden. Sist fann studien ett negativt samband mellan tillgångar och kortfristiga skulder, men ett positivt samband med den långfristiga skulder Nunes och Serrasqueiro (2017, sid. 556).

2.6 Variabler och hypoteser

I denna studie utgår hypoteserna på antagande från pecking order teorin.

2.6.1 Tillväxt

Företag som är under tillväxtfasen kommer troligen i största mån behöva finansieras genom belåning. Tillväxtpotentialer kan dock frambringa moral hazard situation och små företag har en tendens till att ta risker i hopp om att skapa tillväxt, vilket gör att långgivaren är ovillig att finansiera dem. Långgivarens fördelar är begränsade vid belåning till företag som är under tillväxt eftersom de endast kommer få tillbaka det belopp som har lånats ut, vilket försätter situationen i en så kallad agentproblem. Med detta som grund kommer långgivare öka kostnaderna för långsiktiga skulder, vilket försätter SMF i en komplex situation (Hall, Hutchunson & Michaelas 2004, sid. 741; Miller 1977; Titman & Wessels 1988, sid.4). Enligt trade-off teorin är därmed tillgången av finansiering för SMF begränsad, vilket innebär ett negativt samband mellan tillväxt och skuldsättning. I motsats till trade-off teorin, antar pecking order teorin ett positivt samband mellan tillväxt och skulder. Antagandet grundar sig

i att företag med hög tillväxt, mestadels har höga finansieringsbehov och kommer därav att inneha höga skuldkvoter eftersom ledningen är ovillig att emittera eget kapital (Frank & Goyal 2003, sid. 2019). Lönsamma företag med hög investeringsmöjligheter överträffar oftast det interna kapitalet och har ett större behov av lånat kapital. Förändringen i skuldkvoten drivs enligt teorin av behovet av externa medel, snarare än att uppnå en optimal kapitalstruktur (Shyam-Sunder & Myers 1999, sid. 221). I enlighet med antaganden från pecking order teorin, kommer därav ett positivt samband att föreligga mellan tillväxt och skulder.

H1: Det finns ett positivt samband mellan skuldsättningsgrad och tillväxt

H1a: Tillväxt har ett positivt samband med totala skulden

H1b: Tillväxt har ett positivt samband med långfristiga skulden

H1c: Tillväxten har ett positivt samband med kortfristiga skulden

Studien av López-Gracia och Sogorb-Mira (2008, sid 134) finner ett att ju fler tillväxtmöjligheter (omsättning) ett företaget har desto mindre skuldkvot kommer att innebära i verksamheten och stödjer därmed trade off teorin. Medan Balios et al. (2016, sid 8) istället visar ett positivt samband mellan tillväxt och den totala skulden. Serrasqueiro och Caetano (2015, sid. 461) fann ingen signifikans mellan tillväxtmöjligheter och den totala skulden.

2.6.2 Ålder

Enligt pecking order teorin har äldre företag högre grad av företagsrykte och bättre förutsättningar vid upplåning än yngre företag på grund av informationsasymmetrin, detta eftersom ett företag som har etablerat sig under en längre tidsperiod även har en längre historisk betalningsförmåga som långgivare kan utgå och bedöma ifrån. Detta reducerar självfallet räntekostnaderna och långgivaren förlitar sig på att företagen inte avsätter resurser i olönsamma projekt (Diamond 1989, sid. 858-859; Yazdanfar & Öhman 2016, sid 247). Antagandet till hypotesen grundar sig i att äldre företag tenderar att erhålla vinster och är mindre beroende av skulder än yngre företag. Utifrån ålder anses därmed att ju äldre företaget är desto mindre behöver företagen ta lång- eller kortsiktiga skulder (Hall, Hutchinson & Michaelas 2004, sid 715; Nunes & Serrasqueiro 2017, sid 121).

H2: Det finns ett negativt samband mellan skuldsättningsgraden och ålder

H2a: Ålder har ett negativt samband med totala skulden

H2b: Ålder har ett negativt samband med långfristiga skulden

H2c: Ålder har ett negativt samband med kortfristiga skulden

Studien av López-Gracia och Sogorb-Mira (2008, sid 134) och Serrasqueiro och Caetano (2015, sid. 461) visade att företagets ålder ska vara negativt relaterat till dess totala skuldnivån och stödjer därmed pecking order teorin.

Öhman och Yazdanfar (2017, sid. 107 & 111) fann ett negativt samband mellan ålder samt kortfristiga skulder med resonemanget att yngre företag tenderar att använda mindre kortfristiga skulder än äldre samt att yngre företag tenderar att inneha mindre långfristiga skulder. Medan studien inte fann någon samband mellan ålder och långfristiga skulder (ibid 107). Öhman och Yazdanfar (2016, sid.253) fann ett negativt samband mellan kortfristiga skulder och den totala skulden och stödjer därmed pecking order teorin, då dessa två förhållanden minskar med företagets ålder. Å andra sidan visar åldern ett positivt och signifikant relaterat till den långsiktiga skulden.

2.6.3 Storlek

I syfte att få en förståelse för effekten av företagets storlek på kapitalstrukturen, tas en genomgång av fördelarna stora företag besitter i. Stora företag tenderar i största grad ha en bredare diversifiering av aktiviteter i verksamheten, vilket innebär att risken för konkurs är mindre i jämförelse med SMF och bättre rykte hos kreditgivaren. Utöver det har större företag även tendens att ta tillvara på dess fördelar med skatteskölden som innebär vid en ökad skuldsättning (Hall, Hutchinson & Michaelas 2004, sid. 715; Titman & Wessels 1988, sid. 5-7; Frank & Goyal 2009, sid 8). Enligt trade-off teorin förväntas därmed ett positivt samband mellan storlek och skuld. Trots att trade-off teorin utgår ifrån ett annat motiv vid antagande om sambandet, antar även pecking order teorin till ett positivt samband med storlek och skuld. Däremot utgår teorin att det föreligger en lägre informationsasymmetri mellan ett företag som kategoriseras som små, eftersom mycket av informationen som ges vid ansökan av lån är begränsad därav kommer utlåningen till små bolag att vara en risk för långgivaren (ibid). Trots att Myers och Majluf (1984 refererad i Matias, Salsa & Afonso 2018,

sid 75) inte refererar till storlek som kapitalstruktur determinant. På grund av informationsasymmetrin anses därmed tillgången av långfristiga skulder vara begränsad för små företag, varav antagandet om att långfristiga skulder är positivt relaterad till företagets storlek. I brist på långfristiga skulder, söker istället små företag efter kortfristiga skulder, vilket ger ett negativt samband mellan kortfristiga skulder och storlek (Hall, Hutchinson & Michaelas 2004, sid 715). Även studien av Öhman och Yazdanfar (2016, sid 111) resonerade på liknande sätt, med ett positivt samband mellan långfristiga skulder och negativt samband med kortfristiga skulder. Å andra sidan kan pecking order teorin tolkas som ett omvänt förhållande, där ett negativt samband föreligger mellan skulder och storlek (Frank & Goyal 2009, sid 8). Frank & Goyal (2009, sid 8) menar att större företag har funnits längre och därför haft möjlighet att behålla sina vinster, varav hypotesmotiveringen kommer att stödja Frank och Goyals resonemang.

H3: Det finns ett negativt samband mellan skuldsättningsgraden och storlek

H3a: Storlek har ett negativt samband med totala skulden

H3b: Storleken har ett negativt samband med långfristiga skulden

H3c: Storlek har ett negativt samband med kortfristiga skulden

Studien av López-Gracia och Sogorb-Mira (2008, sid 134) visade ett positivt samband mellan storleken (ln totala tillgångar) på företaget och den totala skuldnivån och stödjer därmed trade off teorin. Likt resonemangen ovan har även pecking order teorin ett positivt samband mellan den totala skulden och storlek, vilket visade sig vara signifikant i studien av Serrasqueiro och Caetano (2015, sid. 461) med stöd av pecking order teorin, med resonemanget att ju större företaget är desto ökad diversifiering av aktiviteter, vilket minskar sannolikheten för eventuella konkurs. Även studien av Balios et al. (2016, sid 8) visar ett positivt samband.

Öhman och Yazdanfar (2017, sid.107) fann ett positivt samband mellan storlek och kortfristiga skulder, men ett negativt samband mellan storlek och långfristiga skulder och stödjer därmed trade-off teorin.

Öhman och Yazdanfar (2016, sid.107) fann ett positivt och signifikant samband mellan storlek och kortfristiga- och totala skulder. Men fann dock inget samband mellan storlek och långfristiga skulder.

2.6.4 Lönsamhet

Utifrån trade-off teorin anses de lönsamma företagen erhålla en bättre potential till extern finansiering och utnyttjandet av skatteskolden (Fama & French 2002, sid. 6; DeAngelo & Masulis 1980, sid. 18). Vidare menar Fama & French (ibid) att konkurskostnaderna är högre i ett företag med låg lönsamhet. Däremot antar pecking order teorin att de företag som är lönsamma prioriterar att finansiera sin verksamhet enligt en hierarkisk ordning, där interna finansiella resurser används i första hand, följt av skulder och sist externt kapital. Därav förutsäger pecking order teorin ett negativt samband mellan lönsamhet och skulder, med grund för att ju större möjlighet till internt kapital, desto mindre behov av externt kapital (Myers 1984, sid.581). Antagandet i pecking order teorin är väl förekommande i småföretag eftersom det förekommer höga kostnader för externt kapital och stora agentkostnader för skulder (Pettit and Singer 1985, sid. 58).

H4: Det finns ett negativt samband mellan skuldsättningsgraden och lönsamhet

H4a: Lönsamhet har ett negativt samband med totala skulden

H4b: Lönsamhet har ett negativt samband med långfristiga skulden

H4c: Lönsamhet har ett negativt samband med kortfristiga skulden

Studien av López-Gracia och Sogorb-Mira (2008, sid 134) visade ett positivt samband mellan den totala skuldkvoten och företagets lönsamhet (ROA) och stödjer därmed trade-off teorin. Medan Öhman och Yazdanfar (2017, sid.107) fann ett negativt samband mellan lönsamhet och kortfristiga- och långfristiga skulder och stödjer därmed pecking order teorin.

Serrasqueiro och Caetano (2015, sid. 461) och Balios et al. (2016, sid. 8) finner ett negativt samband mellan lönsamhet och totala skulder, vilket innebär att SMF föredrar interna medel före externa medel och stödjer därmed pecking order teorin.

2.6.5 Tillgångsstruktur

Agentproblem är mer förekommande när informationsasymmetrin mellan parter är högre. Lösningarna på dess agentproblem är förvisso även högre specifikt för små bolag eftersom de inte är skyldiga att överlämna all information om företaget, vilket medför att kostnaderna för att tillhandahålla dess information till någon utanför företaget kan bli högre. Små bolag som

är under utveckling de först åren har en tendens att sätta företagets intresse i första hand och därav kan egendom med känt värde användas som säkerhet vid lån från kreditgivaren. Ett företag som har materiella anläggningstillgångar med högt säkerhetsvärde, har därför större potential till extern finansiering och i största sannolikhet en högre skuldnivå i jämförelse med ett företag med lägre nivåer av säkerhet (Michaelas 1999, sid. 115). Därav, i trade-off teorin förutses därför finna ett positivt samband mellan materiella tillgångar och skulder. På liknande sätt, utgår pecking order teorin med ett positivt samband mellan materiella tillgångar och skulder, på grund av att problemet vid informationsasymmetrin minskar när företag innehar en hög grad av materiella tillgångar (Myers and Majluf 1984, sid 215; Harris & Raviv 1991 sid. 303). Grunden till dess antagande utgår ifrån att ägaren känner sig bekväm med att finansiera sina investeringar, då dessa redan har en säkerhet i form av materiella tillgångar. Företag kan därmed låna till lägre räntor om företagets skulder är säkrade med materiella tillgångar (Bradley, Jarrell & Kim 1984 sid 874; Myers & Majluf 1984, sid 586-587).

H5: Det finns ett positivt samband mellan skuldsättningsgraden och materiella tillgångar

H5a: Materiella tillgångar har ett positivt samband med totala skulden

H5b: Materiella tillgångar har ett positivt samband med långfristiga skulden

H5c: Materiella tillgångar har ett positivt samband med kortfristiga skulder

Öhman och Yazdanfar (2017, sid 107) finner ett negativt samband mellan tillgångar och kortfristiga skulder men ett positivt samband med långfristiga skulder och stödjer båda pecking order teorin. Balios et al. (2016, sid 8) fann bevis för ett negativt samband mellan tillgångar och den totala skulden och menar istället att det stödjer pecking order teorin med motivering att SMF som innehar stora mängder av materiella tillgångar även söker sig till en mer stabil källa i form av intern genererade avkastningar. Serrasqueiro och Caetano (2015, sid. 461) fann ingen signifikans mellan tillgång och den totala skulden.

3. Metod

I detta avsnitt presenteras de valda forskningsmetoderna, med en djupgående förklaring till metoderna som valdes vid datainsamlingen samt en genomgång av metodkritik. Syftet är att ge läsaren möjligheten att göra en bedömning av studien utifrån metodval.

3.1 Vetenskapssyn

De vetenskapliga förhållningssätt som kan tillämpats inom forskning är antingen positivism eller hermeneutik (Patel & Davidsson 2019, sid. 29). Positivismen är väl förekommande i naturvetenskapliga forskningsmodellen, men är även vanligt inom andra vetenskapsområden (Denscombe 2018, sid.26). Fokus inom positivismen är att tillämpa fakta och siffror som har att göra med orsaker till och dess konsekvenser av ett fenomen inom den sociala världen och är oftast förknippade med statistik och kvantitativa data (ibid). Eftersom denna studie kommer att basera sig på insamling av siffror och tillämpning av matematiska former, anses forskningen ha en positivistisk norm.

Inom positivismen finns det tre olika sätt att utgå ifrån vid förhållandet mellan teori och empiri, vilka är deduktiv-, induktiv, - och abduktiv forskningsansats. Arbetsättet som forskningen har tillämpats kännetecknas av en hypotetiskt-deduktiv ansats, där studien utifrån tidigare forskning och befintliga teorier som sedan härleds till hypoteser som empiriskt prövas och utifrån resultatet kan drar slutsatser ifrån (Patel & Davidsson 2019, sid. 26).

3.2 Kvantitativ forskningsmetod

Studien kommer att utgå ifrån en kvantitativ forskning, vilket innebär att studien kommer att använda siffror som analysenhet, vilken tillskillnad från en kvalitativ forskning istället fokuserar på att tillämpa ord alternativt visuella bilder som grund. Fördelen med en kvantitativ forskning är att kunna gynna en forskning med större antal och kvantiteter (Denscombe 2018, sid. 23). Vidare tenderar även en kvantitativ forskning förknippas med analys av ett visst antal specifika variabler, vilket denna studie kommer att belysa. En ytterligare egenskap som associeras till en kvantitativ forskning är att analysen av data sker

efter datainsamlingen och skiljer sig från den kvalitativa forskningen som istället tenderar att analysera data under datainsamlingen.

3.2.1 Litteraturgenomsökning

Studien kommer att använda sig utav sekundärdata genom att titta på andra undersökningar som har gjorts inom samma område och på så sätt fått möjligheten till att utöka ideer och frågor som är relevanta för studien (Eliasson 2018, sid. 51). De vetenskapliga artiklar som har använts i uppsatsen är Södertörns egen databas, SöderScholar. Utöver det har även studien undersökt referenserna från de upphittade artiklarna. Eftersom vissa av dessa artiklar inte var tillgängliga i söderscholar har även google scholar kunnat vara till hjälp. Sist har även kurslitteratur används, mestadels inom metodavsnittet. I litteraturgenomsökningen har följande nyckelord varit centrala vid sökning i databaser: hospitality industry, Financing behaviors, Capital structure, Hotel companies, small and medium enterprises, long-term debt, pecking order theory, short-term debt, trade-off theory.

3.2.2 Urval och bortfall

Urvalet som var grunden för uppsatsen var en avgränsning på SMF i Sverige och urvalsprocessen utgick ifrån följande kriterium; endast svenska medelstora-, små- och mikroföretag, utifrån EU:s definition av SMF, likt studien av Muller och Sensini (2021, sid 121). Därav kommer studien att avgränsa sig till företag med färre än 250 stycken anställda med en omsättning som understiger 50 miljoner euro (500 miljoner kronor) och en balansomslutning med mindre än 43 miljoner euro (430 miljoner kronor). En ytterligare avgränsning har gjorts i studien där enbart hotellverksamhet inkluderades i urvalsprocessen genom att tillämpa SNI-kod. SNI-kod är en standard för att dela in företagen i en eller flera näringsgrenar och beskriver den verksamhet företaget bedrivs inom och används nästintill i all ekonomisk statistik (Statistiska Centralbyrån u.å.-b). Därav har följande SNI kod 55 *“Hotell- och logiverksamhet”* tillämpats, med en ytterligare avgränsning med endast SNI kod 55.101 *“Hotellverksamhet med restaurangrörelse”* och kod 55.103 *“Hotellverksamhet utan restaurangrörelse”*. Därmed exkluderar studien dem resterande koderna; *“Drift av konferensanläggningar”* (kod 55.102), *“vandrарhemsverksamhet”* (kod 55.201), *“Stugbyverksamhet”* (kod 55.202), *“Campingplatsverksamhet”* (kod 55.300) och *“Annan logiverksamhet”* (kod 55.900).

Utöver kriterium ovan har även följande företag exkluderats från undersökningen, varav kriterium stödjer artikeln av Matias, Salsa och Afonso för hela undersökningsperioden (2018, sid 76 & Mueller och Sensini (2021, sid 122):

- Anläggningstillgång som överstiger totala tillgångar
- Eget kapital med negativt värde
- Negativt nyckeltal (EBIT)
- Saknar tillgänglig information för alla
- Färre än 10 anställda eftersom mikroföretag tenderar att riskera luckor i studien

Utifrån de utvalda kriterium, har datainsamlingen skett genom databasen Retriever business. Samtliga utvalda företag var aktiebolag som inte var börsnoterade. Sammanlagt fann databasen 668 stycken hotellföretag utifrån kriteriet ovan. De utvalda datainsamlingen som valdes att inkludera var; företagsnamn, S:a eget kapital och skulder, S:a eget kapital, totala skulder, långfristiga skulder, kortfristiga skulder, totala tillgångar, omsättning, registreringsår och materiella anläggningstillgångar. Eftersom årsredovisningar endast finns med 10 års historik samt att 2020 och 2021 kan påverka resultatet av covid avsevärt, kommer följande intervall att undersökas 2011 - 2019. Efter kriterierna ovan resulterade urvalet till 150 stycken företag.

Utöver kraven ovan exkluderades företag som är:

- Aktiebolag som förvaltar fastigheter och bedriver andra verksamheter: bortfall med 53 stycken.

Urvalsgruppen resulterade totalt till 97 företag, vilket innebär ett bortfall på totalt ca 86% (571 stycken hotellföretag).

3.3 Statistisk bearbetning av data

Studien kommer att tillämpa en regressionsanalys, då skälet till valet är att metoden tillämpar sig vid flera än en beroende variabel. I en regressionsanalys i sin vanligaste form är det den beroende variabeln som påverkas av den oberoende variabeln, samt att den beroende variabeln är kvantitativ (Djurfeldt & Barmark 2009, sid 53). Eftersom de valda undersökningsfaktorerna; tillväxt, storlek, ålder, lönsamhet och tillgångsstruktur påverkar de tre valda skuldnivåerna; totala skulden, långfristiga skulden och kortfristiga skulden, kommer

därmed faktorerna representera den oberoende variabeln, samt de tre resterande skuldsättningen vara beroende variabeln. Regressionsanalysen kommer att tillämpas genom att använda de utvalda beroende variablerna i korrelation till dem 5 oberoende variablerna. För att undersöka syftet har studien utgått ifrån tre olika steg, varav dessa är; universal analys, bivariat analys samt en multivariat analys. Dessa är i enlighet med Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagens metodstruktur till att kartlägga samhällsvetenskapligt samband och förklara orsaker till en undersökning (Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen 2018, sid.40).

3.3.1 Universal analys

Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen (2018, sid.40), menar att det första steget i en samhällsvetenskaplig analys är att undersöka datamaterialet med hjälp av beskrivande modeller för att sedan i efterhand kartlägga samband samt förklara orsakerna mellan variablerna. En universal analys, kännetecknas för att vara en beskrivande statistik där en variabel åt gången studeras genom variablernas fördelning, centraltendens och spridning (Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen 2018, sid.39). Den beskrivande statistiken som kommer att tillämpas i denna studie är dels två centralmått samt en spridningsmått. Centralmått som tillämpas i denna studie är dels, medelvärde, medianen samt största och minsta värdet, vilket kommer att förklara hur väl tyngdpunkten eller centraltendensen är fördelade (Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen 2018, sid.40). Medan spridningsmättet, förklarar hur väl samlad observationerna är kring fördelningens tyngdpunkt, där standardavvikelsen har tillämpats och beskriver observationernas "genomsnittliga" avvikelse från dess medelvärde (Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen 2018, sid.39).

Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen (2018, sid. 59), beskriver medelmåttet(m), även kallad för aritmetiska medelvärde som ett väl förekommande centralmått vid kvantitativa variabler. Beräkningen för medelvärdet, är summan av alla värdena för en variabel, dividerat med antalet observationer (ibid). Medelvärdet är däremot lätt påverkad av så kallade extremvärdena, där avvikande värden kan förskjuta medelvärdet och bli missvisande i sin helhet (ibid). Därav föreslår Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen (2018, sid.60) att komplettera måttet med medianen (md), som anger värdet på den mittersta observationen (ibid). Genom att tillämpa båda centralmått kan man jämföra hur fördelningen är, ju större avvikelser mellan värdena är desto mer snedfördelning föreligger (ibid).

Formel - Medelvärde $\bar{x} = \frac{\sum x}{n}$ (Körner & Wahlgren 200, sid 79).

Trots att ovanstående centralmått motiverar för hur fördelningen anses se ut, så anger standardavvikelse (s) istället spridningen runt medelvärdet (Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen 2018, sid.65). Ju mindre värde standardavvikelsen är, desto mer koncentrerad är dess observation och vice versa (ibid). Utöver detta kommer även största och minsta värdet för respektive variabel att anges, i syfte att tyda spridningen.

Formel - Median $s = \sqrt{\frac{\sum(x_i - \bar{x})^2}{n - 1}}$ (Djurfeldt et.al 2018, sid. 65).

3.3.2 Databearbetning

Studien kommer att samla in data i en tre års delperiod med tre år vardera, där ett genomsnitt kommer att beräknas för varje separat variabel, likt studien av både Titman och Wessels (1988, sid. 8) samt Matias, Salsa och Afonso (2018, sid.77). Genom att beräkna genomsnittet över 3 års period, reducerar risken för mätfel på grund av slumpmässiga variationer mellan åren. Både tillgångsstruktur och beroende variablerna kommer att beräknas i period 2, det vill säga mellan 2016 till 2014. Variabeln tillväxt kommer att beräknas för period 3 som omfattar åren 2019 till 2017, vilket gör att forskaren kunde tillämpa värdena som en uppskattning av det förväntade värdet vid tidpunkten när kapitalstrukturbeslut fattas. Vidare beräknades storlek och lönsamhet i period 1 som innefattar åren från 2013 till 2011. Med denna datainsamling kommer forskaren få möjlighet att avgöra om lönsamheten har mer än enbart kortsiktig effekt på dem undersökta beroende variablerna. Variabeln storlek mätt i period 1 reducerar risken för att en falsk relation mellan skuldkvoterna och storlek uppstår. Slutligen beräknas ålder från startperioden, det vill säga från och med 2011.

3.3.3 Bivariat analys

Nästa steg i analysen är att jämföra korrelationen mellan variablerna, vilket innebär att man undersöker ett samband mellan två kvantitativa variabler. Djurfeldt och Barmark (2009, sid. 33) menar att en bivariatanalys är fördelaktig innan man ger sig in i den multivariata analysen, vilket även kommer att användas i denna studie. För att genomföra denna analys

kommer korrelationskoefficienten Pearsons r att tillämpas (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen 2018, sid. 154). Sambandsmättet kan anta ett värde mellan +/- 1, där ett värde på +1 indikerar på ett positivt starkt samband, varav ett värde på -1 leder till starkt negativt samband, medan ett värde på 0 saknar ett samband (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen 2018, sid. 155). Ett mått på styrkan i sambandet kan även illustreras i ett spridningsdiagram eller, genom en plotdiagram (ibid). I ett sådant diagram, visas även den s.k. regressionslinjen, med varje punkt som representerar en observation av x-y (ibid). Vidare menar Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen (2018, sid. 269) att förväntningarna i en bivariat analys med en samhällsvetenskaplig undersökning, inte är att hitta samband som är fullständiga och utesluter andra förklaringar, menar Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen (2018, sid. 269).

3.3.4 Multivariatanalys

Eftersom regressionsanalysen innehöll flera oberoende variabler på en gång, tillämpades den multipla regressionsanalysen (Djurfeldt & Barmark 2009, sid 105). Principen i en regression är att y-variabeln antas vara en funktion av en konstant (a) samt två eller flera oberoende variabler (x_1, x_2, x_i) (Djurfeldt, Larsson, Stjärnhagen 2018, sid 314).

Grundtanken i en regression är att undersöka hur mycket av variansen i den beroende variabeln som kan förklaras av den oberoende variabeln (Körner & Wahlgren, 2015).

Formeln för beräkning av ekvationen är följande (Djurfeldt, Larsson, Stjärnhagen 2018, sid 314);

$$\text{Formel: } Y = a + b_1 x_1 + b_2 x_2 + b_i x_i \dots + e$$

- där: y: Beroende variabel
- a: Konstant
- b: Betakoefficient
- x: Oberoende variabel
- e: Residualen

Konstanten i ekvationen, är oftast svårtolkad, men används i syfte att beräkna värdet på den beroende variabeln, givet dem antagande värdena på x-variablerna (Djurfeldt, Larsson, Stjärnhagen 2018, sid 355). Beta-koefficienterna beskriver den oberoende variabelns betydelse i den totala regressionen, vilket kan uttryckas som vilken påverkan den oberoende variabeln har på kapitalstrukturen (Djurfeldt, Larsson, Stjärnhagen 2018, sid 356). Residualen i ekvationen är de resterande av den totala variansen i den beroende variabeln som inte kan förklaras av de oberoende variablerna (Djurfeldt, Larsson, Stjärnhagen, sid 356). Enligt Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen (2018, sid 356) bör residualen vara skilt från noll, med grund för att det i samhällsvetenskaplig synpunkt inte går att förutse alla orsaksteorier som kan påverka den finansiella prestationen i företaget (Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen 2018, sid 357).

I syfte att sammanfatta det undersökta variablerna sammanställs ekvationen i respektive modeller:

Regression 1:

$$TS = \beta_0 + \beta_1 TM:O + \beta_2 TM:T + \beta_2 \text{ÅLD} + \beta_3 STO:O + \beta_4 STO:T + \beta_5 LÖN:O + \beta_6 LÖN:T + \beta_7 TM:M + e$$

Regression 2:

$$LS = \beta_0 + \beta_1 TM:O + \beta_2 TM:T + \beta_2 \text{ÅLD} + \beta_3 STO:O + \beta_4 STO:T + \beta_5 LÖN:O + \beta_6 LÖN:T + \beta_7 TM:M + e$$

Regression 3:

$$KS = \beta_0 + \beta_1 TM:O + \beta_2 TM:T + \beta_2 \text{ÅLD} + \beta_3 STO:O + \beta_4 STO:T + \beta_5 LÖN:O + \beta_6 LÖN:T + \beta_7 TM:M + e$$

Motivering för benämning, se tabell 3.

3.4 Utvärdering av regressionsanalys

3.4.1 Korrelationsanalys

Den första steget i analysen är att studera korrelationen mellan de beroende variablerna med de oberoende variablerna i en korrelationsmatris. Korrelationskoefficienten (r), visar styrkan och riktningen i sambandet mellan den beroende och oberoende variabeln och har ett värde mellan intervallet -1 och +1. Ett värde som motsvarar 0, innebär att sambandet saknas, medan

ett värde på +/- 1 indikerar på ett starkt samband som antingen är i en positiv eller negativ riktning (Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen 2018, sid 154-155). I samband med analysen av korrelationsmatrisen undersöktes risken för multikollinearitet mellan de oberoende variablerna. Om korrelationen överstiger 0,8 eller 0,9 bör variabeln plockas bort, eftersom risken för att resultatet blir missvisande är hög (ibid, sid. 365-366). Sambandet mellan två kvantitativa variabler kan även illustreras i ett spridningsdiagram för att lättare kunna "sammanfatta" tendensen i sambandet. I ett fullständigt samband, hade alla punkter legat på linjen och därav skulle varje x-värde kunna förutsäga värdet på y-variabeln (ibid sid, 154). Däremot om alla punkter ligger utspridda kommer prediktionsförmågan R^2 , även kallad för determinationskoefficienten att försämrats. Determinationskoefficienten, är "*den andel av den totala variationen i y som vi kan förklara med hjälp av det linjära sambandet x-y*". Antagandet om det fullständiga sambandet är likt resonemanget om korrelationens samband (ibid, sid. 160). Studien kommer inte att redovisa ett spridningsdiagram, däremot kommer en kort analys av prediktionsförmågan att redovisas.

3.4.2 Multiple regression

Innan man analyserar determinationskoefficienten (R^2) i utskriften "Model summary", bör man se över variansanalys (ANOVA). Variansanalysen är det statistiska testet som beskriver om undersökningen fått en statistiskt signifikant. Om testet inte visar sig finna en signifikant kommer R^2 inte vara till stor betydelse i analysen (ibid, sid.318). För att kunna skilja sambandet från slumpen, krävs det utöver att $R^2 > 0$, även att p-värdet för F-variabeln ska vara tillräckligt skilt från noll för att kunna utesluta nollhypotesen. Det kritiska F-värdet vid en signifikansnivå på 5% kommer att tillämpas i studien, vilket innebär att nollhypotesen med goda grunder kan förkasta nollhypotesen när signifikansen eller p-värdet är mindre än 10%, 5% eller 1% (ibid, sid. 264). Utöver ovanstående test, även kallad för det globala testet, ska tolkningen av betakoefficienterna analyseras för att se om dessa är statistiskt signifikant. Ett t-test på betakoefficienten, som även är linjens lutning, tillämpades för att se om koefficienterna är signifikanta. Om p-värdet överstiger en signifikansnivå på 10%, 5% eller 1% anses den oberoende variabeln inte ha någon effekt på den beroende variabeln och bör elimineras bort från regressionen. Proceduren fortsätter tills alla dem undersökta oberoende variablerna är signifikanta och kan därefter anta att man med 95% säkerhet kan säga att koefficienten är skilt från 0 och därmed förkasta nollhypotesen (ibid, sid 264-267).

Studien kommer därmed att använda 3 olika signifikansnivåer, varav dessa är 10%, 5% samt 1%.

3.5 Operationalisering

Operationalisering innebär att översätta verkligheten till en form som går att bearbeta och analysera. En översättning av verkligheten bör preciseras antingen i numerisk eller verbal symbolform, i syfte att få kännedom om vilken kunskap forskningen vill få genom resultatet (Patel & Davidsson 2019, sid.28). Operationaliseringen i denna studie börjar med följande problemställningen:

“Vilka faktorer är viktiga med avseende på kapitalstrukturen i SMF inom hotellindustrin?”

I denna studie kommer enbart fem oberoende variabel att testas och undersöka om det finns ett samband med den grupp av beroende variabler som presenterades. I studien har 15 hypoteser framkallats och undersökningen utgår ifrån att antingen förkasta eller bekräfta hypoteserna.

3.5.1 Beroende variabler

Beräkning av de beroende variablerna tillämpar studierna från Matias, Salsa och Afonso (2018, sid. 77) samt Mueller och Sensini (2021, sid. 121).

3.5.2 Oberoende variabler

Både i studien av Matias, Salsa och Afonso (2018, sid. 77) samt Mueller och Sensini (2021, sid. 121) definierar tillväxtpotential på två olika beräkningsmått som kommer att tillämpas i studien, vilka är; *“tillväxt av omsättning”* och *“tillväxt av totala tillgångar”*.

Ålder definierades utifrån studien av Mueller och Sensini (2021, sid. 121) och kommer därav att beräknas enligt tabell 3, men kommer beräknas av logaritmen av åldern likt studien av Matias, Salsa och Afonso (2018, sid. 77).

Beräkning av variabeln storlek kommer att tillämpa likt studien av Matias, Salsa och Afonso (2018, sid. 77) av både logaritmen av totala tillgångar samt logaritmen av omsättning.

Likt studien från både Matias, Salsa och Afonso (2018, sid. 77) och Mueller och Sensini (2021, sid. 121) beräknas lönsamhet som kvoten mellan EBIT med totala tillgångar och kvoten mellan EBIT och omsättning.

På samma sätt tillämpas beräkningen av tillgångsstruktur utifrån Matias, Salsa och Afonso (2018, sid. 77) och Mueller och Sensini (2021, sid. 121) med kvoten mellan materiella tillgångar med totala tillgångar.

3.5.3 Sammanställning av variablerna

Variabler	Benämning	Mått
Beroende variabler		
Hävstångseffekt	TS	$\frac{\text{Totala skulder}}{\text{Totala tillgångar}}$
Långfristiga skulder	LS	$\frac{\text{Långfristiga skulder}}{\text{Totala tillgångar}}$
Kortfristiga skulder	KS	$\frac{\text{Kortfristiga skulder}}{\text{Totala tillgångar}}$

Oberoende variabel

Tillväxtmöjligheter	TM:O	$\frac{\text{Omsättning}_t - \text{Omsättningar}_{t-1}}{\text{Omsättning}_{t-1}}$
Tillväxtmöjlighet	TM:T	$\frac{\text{Totala tillgångar}_t - \text{Totala tillgångar}_{t-1}}{\text{Totala tillgångar}_{t-1}}$
Ålder	ÅLD	$\text{Ln} (2011 - \text{registreringsår})$
Storlek	STO:O	$\text{Ln} (\text{Omsättning})$
Storlek	STO:T	$\text{Ln} (\text{Totala tillgångar})$
Lönsamhet	LÖN:O	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Omsättning}}$
Lönsamhet	LÖN: T	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Totala tillgångar}}$
Tillgångsstruktur	TS:M	$\frac{\text{Materiella tillgångar}}{\text{Totala tillgångar}}$

Tabell 3: Sammanställning av formlerna

3.6 Kvaliteten i datan

I den kvantitativa forskningen utgår det två grundkriterier som tas till hänsyn i argumentationen för datakvaliteten: validitet och tillförlitlighet samt ett avsnitt om metodkritik.

3.6.1 Validitet och reliabilitet

Validitet handlar om huruvida det insamlade datan är *“relevant, riktiga och exakta”* (Denscombe 2018, sid 386; Eliasson 2018, sid.16). Forskaren har vidare använt beräkningsmått från tidigare forskning inom samma område för både tillväxt, ålder, storlek, lönsamhet och tillgångsstruktur, vilket ökar begreppsvaliditeten. Eftersom de undersökta artiklar använder sig av olika metoder och variabler har denna studien främst utgått ifrån Matias, Salsa och Afonso (2018) samt Mueller och Sensini (2021) studie. Genom att bygga studien så mycket som möjligt från den tidigare undersökningen men även från de resterande tidigare forskning inom hotellbranschen kan en jämförelse göras mellan tidigare forskningen och uppsatsen. Eftersom de flesta studier tillämpade olika mätmått av variablerna har forskaren i största mån använt de mått som återkommer från studierna, se tabell 3.

Fastän studien använt mått som anses relevanta för studiens syfte, bör även datainsamlingen säkerställa att det har skett utan några fel under datainsamling processen (Denscombe 2018, sid 387). Insamling av data har inhämtats från Retriever Business som sedan har exporterats vidare till excel för vidare bearbetning och beräkning av måtten, därför finns det ingen risk för manuella fel som kan förekomma med människor som skriver in data från en källa till en annan. Extern validitet innebär enligt Denscombe (2018, sid 387) i vilken utsträckning den aktuella forskningen går att generalisera. Eftersom studien ändamål var att täcka den kunskapsluckan som fanns i den svenska marknaden, går det inte att jämföra resultatet med tidigare studier med samma villkor eftersom olika länder men även branscher har olika kapitalstruktur. Däremot har studien avsatt tid för att jämföra om forskningsdata överensstämmer med liknande fenomen på en generell nivå i andra länder. Därav anses studien tillämpa tidigare forskning som referenspunkt för precision i data och betraktas därav att det finns en viss garanti för både noggrannhet, relevans och exakthet i både beräkningen och under datainsamlingen.

Reliabilitet innebär forskningsinstrumentets tillförlitlighet, det vill säga *“skulle forskningsinstrumentet ge samma resultat vid andra tillfällen, om allt annat lika?”* (Denscombe 2018, sid. 388; Eliasson 2018, sid.14). Uppsatsen anses ha en hög tillförlitlighet i den meningen att en utförlig genomgång över beräkningsmått, urvalet och bortfall har redogjorts. Utöver det är databasen tillgänglig för allmänheten för den som har en prenumeration, vilket innebär att tillförlitligheten anses vara hög. En viktig och central aspekt

Eliasson (2018, sid 14) tar upp är bland annat att mäta de viktigaste variablerna på flera olika sätt, vilket även denna studie har tillämpat (se tabell 3) för att öka studiens reliabilitet.

Däremot kan kapitalstrukturen inom hotellverksamhet att förändras på grund av flera faktorer som exempelvis konjunkturer och därför kan resultatet variera beroende på undersökningsperioden. Å andra sidan, anser författaren att studien överlag har en hög reliabilitet med möjlighet att i större sannolikhet få samma resultat om studien upprepar sig.

3.6.2 Metodkritik

En kritik som kan diskuteras i denna studie är valet av att endast tillämpa en kvantitativ metodansats. Den kvalitativa metoden kan vara lämplig vid undersökningar som kvantitativa metoder inte kan fastställa, där företeelser som anses vara omöjliga eller komplicerade att kvantifiera. Därav kan en kombination med ett kvalitativt inslag i studien möjligtvis förbättra studiens kvalitet genom att komma åt förståelsen för motivet bakom hotellföretagens val av finansiering. Däremot anses en kvantitativ metod mer lämplig i den bemärkelsen att metoden tillämpar mätning av siffror samt möjliggör generalisering till större sammanhang, vilket inte går att göra vid en kvalitativ metodansats (Eliasson 2018 sid.27-28). Däremot kan det vara fördelaktigt att kombinera båda ansatserna och specifikt vid studier som är omfattande, men utifrån problemformuleringen och de teorier som har tillämpats i studien anses tillvägagångssättet passa bäst för studiens ändamål.

I denna studie kan även val av metod och variabler till viss del diskuteras. Trots att de data som samlats in har en relevans för de frågor som undersöks, kan alla de undersökta variablerna att räknas ut på olika sätt. Metodvalet är lämplig till studiens ändamål för att mäta variablernas påverkan på val av kapitalstruktur såsom SNI-koden för att endast selektera fram branschtillhörighet. Däremot kan både måtten för branschtillhörighet och ålder att kritiseras. Branschtillhörighet kan kritiseras i den bemärkelsen att måttet inte går att mäta, utan att det således företaget själva som har möjligheten att registrera in branschkode. Utöver det kunde även ett företag vara verksam i flera andra olika branscher samtidigt. Vidare har ålder beräknats genom registreringsår för aktiebolag, vilket kan vara missvisande eftersom ett företag som är registrerad inte alltid är verksam vid den tidpunkten. Vidare kan urvalet kritiseras, där endast 97 av 668 stycken små-och medelstora företag undersöktes. På grund av den höga andelen bortfall kan slutsatsens generalisering ifrågasättas. Därav anser forskaren

att ett större urval möjligtvis skulle förbättra antagandet om hotellföretagens finansieringsbeslut.

Utöver kritiken för måtten, kan även årsredovisningar som hämtats från databasen Retriever Research att kritiseras, på grund av att olika företag kan avvika från de grundläggande redovisningsprinciperna mellan studiens undersökningsperiod 2011-2019, vilket kan påverka posterna i årsredovisningen.

4. Empiri

I detta avsnitt presenteras och förklaras den datainsamlingen som har gjorts i avsikt att besvara studiens syfte. Först redogörs universal analys, sedan en redogörelse över utskriften från korrelationsanalysen för att slutligen presentera resultatet från regressionsanalysen.

4.1 Universal analys

	<u>X</u>	M	S	Min	Max	N
TS (%)	0,8226	0,9061	0,2120	0,2368	1,1357	96
LS (%)	0,1180	0,0000	0,2145	0,0000	0,8337	96
KS (%)	0,5657	0,6178	0,2697	0,0342	0,9852	96
TM:O (%)	0,0382	0,0278	0,0788	-0,1805	0,4613	96
TM:T (%)	0,1034	0,0428	0,2093	-0,2475	1,0919	96
ÅLD	2,8197	2,8904	0,8086	0,6931	4,6052	96
STO:O	10,6373	10,6739	0,7849	9,3113	12,6918	96
STO:T	9,8208	9,7799	0,9476	8,1466	12,3385	96
LÖN:O (%)	0,0902	0,0754	0,0601	0,0087	0,3533	96
LÖN:T (%)	0,2220	0,1728	0,1699	0,0087	0,3533	96
TS:M (%)	0,3770	0,2885	0,2747	0,0093	0,9540	96

Kommentar: X = Medelvärde; M= Median; S=Standardavvikelse; N= antal observationer; Min= minsta värdet; Max= max värdet. Både ålder och storlek är mätt i logaritm. Utöver det är även storlek mätt i tkr (tusen kronor)

Tabell 4: Beskrivande statistik

Den beskrivande statistiken illustreras i tabell 4 för både de beroende- och oberoende variablerna. I genomsnitt finansieras hotellföretag med ca 80% skulder, där den genomsnittliga åldern är ca 17 år ($e^{2,8197}$). Den genomsnittliga finansieringen av långfristiga skulder ligger på 11,8% medan den kortfristiga skulden är 56,57%. Under perioden 2019-2017 ökade omsättningen i genomsnitt med 3,82% samt med ett genomsnitt på 10,34%. Den genomsnittliga omsättningen är 41669 tkr ($e^{10,6373}$) samt ett genomsnittligt värde med 18413 tkr ($e^{9,8208}$) på den totala tillgångar. Den genomsnittliga lönsamheten mätt utifrån omsättning är positiv med 9,02 procent, medan den genomsnittliga lönsamheten mätt utifrån den totala tillgångar ligger på ca 22,2 procent. Sist innehar hotellföretag i genomsnitt 37,7% materiella tillgångar av totala tillgångar.

4.2 Korrelationsanalys

	TS	LS	KS	TM:O	TM:T	ÅLD	STO:O	STO:T	LÖN:O	LÖN:T	TS:M
TS	1,0000										
LS	0,0743	1,0000									
KS	0,6112	-0,6600	1,0000								
TM:O	0,2110	0,0596	0,0852	1,0000							
TM:T	0,0085	0,1289	-0,0537	0,3053	1,0000						
ÅLD	0,1209	0,0226	0,0609	0,0891	0,1159	1,0000					
STO:O	0,3124	-0,3853	0,4614	-0,0393	0,0292	0,0188	1,0000				
STO:T	0,0457	0,1514	-0,1129	-0,1291	0,0518	0,0941	0,6924	1,0000			
LÖN:O	-0,0518	0,2123	-0,2064	-0,0548	-0,0317	0,1357	0,1069	0,3986	1,0000		
LÖN:T	0,2864	-0,3496	0,4586	0,0823	0,0316	0,0386	0,2562	-0,1799	0,3956	1,0000	
TS:M	0,3047	0,6582	-0,3222	0,0041	-0,1041	0,2326	-0,1026	0,2746	0,2283	-0,2184	1,0000

Tabell 5: Korrelationstabell

I tabell 5 illustreras sambanden mellan de beroende variablerna; totala skulder, långfristiga skulder samt kortfristiga skulder. Innan regressionsanalysen, fann utskriften ingen risk för multikollinearitet mellan de oberoende variablerna, eftersom korrelationen understeg värdet 0,8/0,9.

Utifrån tabellen går det att utläsa ett positivt samband mellan tillväxtmöjlighet för både uträkningen med omsättning och den totala tillgångar, med undantag för sambandet mellan tillväxtmöjlighet mätt utifrån den totala tillgångar och den kortfristiga skulden.

Utöver det är åldern positivt korrelerad med alla de tre beroende variablerna, totala- långfristiga- och kortfristiga skulden.

Den totala tillgången och storlek är positivt korrelerade. Ett negativt samband mellan storlek och den långfristiga skulden medan studien fann ett positivt samband med kortfristiga skulder. I motsats till föregående variabel, är sambandet mellan storlek mätt utifrån totala tillgångar och långfristiga skulden positiv till långfristiga skulden men ett negativt samband med den kortfristiga skulden. I jämförelse med storlek mätt i totala tillgångar är sambandet mellan storlek mätt i omsättning och de beroende variablerna starkare.

Lönsamhet mätt med omsättning visade ett negativt samband med den långfristiga skulden och kortfristiga skulder, men ett positivt samband med den kortfristiga skulden. I motsats till LÖN:O, visade lönsamhet mätt i totala tillgångar ett positivt samband med både den totala skulden och kortfristiga skulden.

Sista variabeln är tillgångsstrukturen, där ett positivt samband fann till både totala skulden och långfristiga skulden men ett negativt samband till kortfristiga skulder.

4.3 Regressionsanalys

Tabell 6: Effekten av skuldsättningsgraden på de undersökta oberoende variablerna. Siffrorna nedan representerar standardavvikelsen inom parenteser, men även den ostandardiserade b-koefficienter.

	TS	LS	KS
TM:O	0,3926* (0,2293)	0,1502 (0,1746)	0,1108 (0,2513)
TM:T	0,0132 (0,0883)	0,1755*** (0,0672)	-0,1075 (0,0968)
ÅLD	0,0041 (0,0217)	-0,0412*** (0,0165)	0,0432* (0,0238)
STO:O	0,1707*** (0,056)	-0,2017*** (0,0426)	0,2999*** (0,0613)
STO:T	-0,0957* (0,0540)	0,1284*** (0,0411)	-0,1812*** (0,0592)
LÖN:O	-0,5668 (0,5387)	-0,1689 (0,4102)	-0,5238 (0,5904)
LÖN:T	0,2776 (0,2036)	0,0844 (0,1551)	0,2437 (0,2231)
TS:M	0,4394*** (0,0734)	0,3948*** (0,0559)	-0,0359 (0,0805)
Konstanten	-0,2582 (0,2412)	0,9425*** (0,1837)	-0,9533*** (0,2644)
N	96	96	96
R2(adj)	0,406	0,663	0,559

*Kommentarer: *p<0,1, **p<0,05, ***p<0,01; R2(adj)= Justerade R2 värdet; N= antalet observationer*

Tabell 6: Regressionsanalys tabell

I tabell 6, visas regressionsanalysen, där både signifikansvärdet, standardavvikelsen och dess förklaringsvariabel samt antal observationer visas utifrån de tre olika beroende variablerna; totala skulden, långfristiga skulden samt kortfristiga skulden.

Ett positivt samband med en statistiskt signifikant på 10% mellan tillväxtmöjlighet (O) och totala skulder, även ett positivt samband mellan tillväxtmöjlighet (T) och långfristiga skulder med 1% signifikans. Det finns ingen statistisk signifikans med tillväxtmöjlighet (T) och totala skulder samt mellan tillväxtmöjlighet (O) och långfristiga- och kortfristiga skulder, där alla har ett positivt samband. Utöver det finner inget samband mellan tillväxtmöjligheter (T) och kortfristiga skulder, men med ett negativt samband.

Mellan ålder och långfristiga skulder är ett negativt samband med 1% signifikans, men ett positivt samband med 10% signifikans med kortfristiga skulder. Mellan ålder och totala skulder fann ingen statistisk signifikans men med ett positivt samband.

Sambandet mellan storlek mätt utifrån omsättning och tillväxt visar motsatta resultat till varandra. Med 1% signifikans visar ett positivt samband mellan storlek (O) till totala skulder och kortfristiga skulder, men med ett negativt samband till långfristiga skulder. Däremot visas ett negativt samband med 10% signifikans mellan storlek (T) med totala skulder samt med kortfristiga skulder men med 1% signifikans. Utöver det visas ett positivt samband mellan storlek (T) och kortfristiga skulder med 1% signifikans.

Studien fann ingen statistisk signifikans mellan lönsamhet för både utmätt utifrån omsättning och totala tillgångar. Däremot är sambandet positivt mellan lönsamhet (O) och för varje beroende variabel, men ett negativt värde mellan lönsamhet (T).

Mellan tillgångsstruktur och totala-långfristiga skulder fann ett positivt samband med 1% signifikans, men fann ingen signifikans med kortfristiga skulder.

5. Analys och tolkning

I detta avsnitt görs en analys av forskningsfynden från empirin som granskar och förenar de resultat med de teorier och faktorer som tidigare har lyfts upp i studien. Presentationen är uppdelat för respektive faktor: tillväxtmöjlighet, ålder, storlek, lönsamhet och tillgångsstruktur. Slutligen presenteras en sammansatt tabell över hypotesprövningen.

5.1 Tillväxtmöjlighet

Tillväxtfaktorerna som tillämpats i studien har beräknats genom förändring av omsättning samt förändringen av den totala tillgången. Resultatet uppvisar ett positivt samband mellan båda beräkningarna av tillväxtmöjlighet, men visar 10% signifikant samband mellan tillväxtmöjlighet (O) och den totala skulden, samt ett signifikant samband på 1% mellan tillväxtmöjlighet (T) och långfristiga skulden. I enlighet med pecking order teorin, framgår att det föreligger ett positivt samband mellan tillväxt och skuldsättningsgraden, vilket stämmer överens med resultatet av både Mueller och Sensini (2021), Pacheco och Tavares (2017) och Balios et al. (2016). Frank och Goyal (2003, sid 2019) menar att företag med hög tillväxt, i största mån har höga finansieringsbehov och kommer därmed att finansieras med skulder. Vidare menar Shyam-Sunder & Myers (1999, sid. 221) att enligt pecking order teorin drivs behovet av externa medel, antingen utifrån antagandet att företag undviker att finansiera sin verksamhet med eget kapital alternativt att det interna kapitalet överträffar höga investeringsmöjligheter och därför väljer att finansieras med lån (Frank & Goyal 2003, sid. 2019; (Shyam-Sunder & Myers 1999, sid. 221). I vilket fall stödjer resultatet pecking order teorin, där skuldkvoten enligt teorin drivs av behovet av externa medel, än att uppnå en optimal kapitalstruktur för att maximera företagets värde (Shyam-Sunder & Myers 1999, sid. 221; (Myers, 1984 sid. 576-577). Resonemanget utesluter inte motiveringen utifrån relevansteorin, där företag i hotellindustrin vill utnyttja skatteskölden och därmed väljer att finansieras med skulder än med eget kapital (Modigliani och Miller 1963, sid. 441-443).

Resultatet visar således inget samband mellan tillväxtmöjlighet och kortfristiga skulder, men däremot har omsättning en starkare korrelation med 0,0852 men med en mindre spridning där standardavvikelsen har en högre spridning på 0,2513 med ett högre p-värde på 0,6602, i jämförelse med den totala tillgången med en korrelation på -0,0537 samt en mindre värde på

spridningsmättet med 0,0968. Därav anses totala tillgångar (T) ha starkare sannolikhet att resultatet inte beror på slumpen, men går däremot inte att påvisa med 95% säkerhet. Resultatet finner likt studierna från Mueller och Sensini (2021) och Pacheco och Tavares (2017) inget samband mellan tillväxtmöjlighet och kortfristiga skulder.

5.2 Ålder

Faktorn ålder som används i studien har beräknats genom logaritmen av antalet år företaget har varit verksamt från och med år 2011. Resultatet uppvisar ingen signifikant med den totala skulden och åldern. Däremot påverkar åldern negativt till den långfristiga skulden med en svag riktningskoefficient på -0,0412 med 1% signifikans, men en positiv signifikans på 10% med kortfristiga skulder. Resultatet mellan långfristiga skulder och ålder stämmer därmed överens pecking order teorin, där äldre företag föredrar att finansieras med interna medel istället för finansiering från banken, varav yngre företag är mer beroende av skulder (Hall, Hutchinson & Michaelas 2004, sid 715; Nunes och Serrasqueiro 2017, sid 121). Ytterligare visar resultatet även liknande riktningskoefficient med studien av Matias, Salsa och Afonso (2018, sid 80), med en någorlunda starkare riktningskoefficient på -0.1035 med 5% signifikans. Därav framkommer resultatet likt pecking order teorin, där interna medel är att föredra framför skulder (Myers & Majluf 1984).

Däremot uppvisar resultatet att äldre företag minskar sina långfristiga skulder men samtidigt ökar de kortfristiga skulder. Enligt pecking order teorin bör ordningen för finansiering i första hand prioritera kvarhållen vinst än skuld samt kortfristiga skulder över långfristiga skulder på grund av de lägre informationsasymmetrin och minska de kostnader som uppkommer i samband med de externa finansieringen (Myers & Majluf 1984 refererad i Chen & Chen 2011, sid 2). Även resultatet stämmer överens med tabell 4, där 56,57% finansieras med kortfristiga skulder, varav endast 11,8 procent med långfristiga skulder, med en total skuld som uppkommer i genomsnitt med ca 82,26%. Resultatet går emot trade-off teorin och Millier och Modiglianis andra proposition, eftersom en ökad belåning som inte genererar skattemässiga fördelar inte tillför värde för företaget eller de ekonomiska fördelarna som innebär vid vid skulder eftersom kortfristiga skulder inte är räntebärande skulder (Modigliani och Miller 1963, sid. 433-434; Myers, 1984 sid. 576-577). Hypotesen kan därför inte förklaras för någon av teorierna och därmed förkastas.

Definitionen av åldersintervallet med stor spridning på 0,8086 standardavvikelse i svenska hotell som är mellan 2 år och 100 år, med ett medianvärde på 18 år och medelvärde på ca 17 år utifrån tabell 4. Medan studien av Matias, Salsa och Afonso (2018, sid 80) visar ett högre medelvärde på åldern i hotellen i den Portugisiska marknaden med ca 58 år med en median på 34 år.

5.3 Storlek

Beräkningen av storlek har utförts genom två olika mått, varav den första beräknades med logaritmen av omsättningen samt den andra varianten med logaritmen av totala tillgångar. Eftersom korrelationen till omsättning var något högre än totala tillgångar på alla beroende variablerna, tillämpas resonemanget vidare med omsättning (se tabell 5), däremot utesluter inte slutsatsen att totala tillgångar har en större effekt på både totala skulder med en signifikans på 10%/ riktningskoefficient på 0,1707, långfristiga skulder med 1% signifikans /riktningkoefficient på -0,2017 samt kortfristiga skulder med 1% signifikans /riktningkoefficient på 0,2999 (se tabell 4).

Resultatet uppvisar positivt samband mellan storlek och totala skulder med 1% signifikans, vilket innebär att med 99% säkerhet kan säga att storlek har en positiv effekt på den totala skulden. Sett utifrån pecking order teorin kan resultatet tolkas med resonemanget att större företag finansieras med skulder och överensstämmer med resultatet från Matias, Salsa och Afonso (2018) som även dem fann ett positivt signifikans med den beroende variabeln totala skulder. Däremot menar dem att förklaringsstyrkan var något låg med en riktningskoefficient på 0,0851 och kan förknippas med att små företag var dominerande i urvalet (ibid). Med det som grund anses därmed att dessa företag har en tendens till att låna mer på kort sikt då informationsasymmetrin är lägre eftersom det saknas någon form av historisk betalningsförmåga (Diamond 1989, sid. 858-859; Yazdanfar & Öhman 2016, sid 247). Vilket kan vara resonemanget till studiens resultat där de fann ett negativt samband med långfristiga skulder med tanke på antingen den höga informationsasymmetrin och därför inte väljer att finansieras med långfristiga skulder utan lånar mer på kortfristiga skulder istället, därav det positiva riktningskoefficienten på 0,2999 (Matias, Salsa och Afonso 2018, sid 80). Men trots detta resonemang stödjer inte resultatet totala skulder eller kortfristiga skulder, men däremot med långfristiga skulder utifrån stöd av pecking order teorin, där Frank & Goyal (2009, sid 8) menar att större företag som har funnits länge på marknaden även har haft möjligheten att

behålla vinster. Därmed följer resultatet att prioritera intern finansiering framför externt finansieringsmedel i form av långfristiga skulder (Hillier 2021, sid. 510; Myers 1984, sid.581).

5.4 Lönsamhet

Faktorn lönsamhet beräknades med EBIT genom omsättning samt EBIT genom totala tillgångar och visar olika resultat. Spridningen är mycket högre i måttet som beräknades med omsättning i jämförelse med totala tillgångar och därför kommer resonemangen att utgå ifrån lönsamhet mätt med totala tillgångar som nämnare, dock kan resultatet inte med 90% säkerhet visa att resultatet beror på slumpen. Både för totala-, långfristiga- och kortfristiga skulder visar ett positivt samband mellan beroende variablerna och lönsamhet, varav resultatet stödjer trade-off teorin, där lönsamma företag erhåller bättre förutsättning till extern finansiering och utnyttjandet av skatteskölden (Fama & French 2002, sid. 6; DeAngelo & Masulis 1980, sid. 18). Vidare menar Fama och French (2002, sid. 6) att konkurskostnaderna är högre i ett företag med låg lönsamhet och därav stödjer resultatet inte pecking order teorin eftersom lönsamma företag prioriterar att finansiera sin verksamhet enligt en hierarkisk ordning varav interna medel är att prioritera framför skulder (Myers 1984, sid.581).

5.5 Tillgångsstruktur

Faktorn tillgångsstruktur beräknades genom divisionen mellan materiella tillgångar genom den totala tillgången. Studien fann en stark och positivt beta-värde för både den totala skuldsättningen på 0,4394 (sig.<1%) och långfristiga skulden på 0,3948 (sig.<1%) och har därmed en stark relation till materiella tillgången. En hög grad av materiella anläggningstillgångar bedöms därför ha större potential till extern finansiering eftersom problemet med informationsasymmetrin minskar när företag har en hög grad av materiella tillgångar (Myers and Majluf 1984, sid 215; Harris & Raviv 1991 sid. 303). Därmed kan företag låna till lägre räntor eftersom företagens skulder är säkrade i form av materiella tillgångar och därför underlättar att få långfristiga skulder (Bradley, Jarrell & Kim 1984 sid 874; Myers & Majluf 1984, sid 586-587). Studien av Matias, Salsa och Afonso (2018, sid. 80) fann liknande resultat mellan totala skulden och materiella tillgångar men med lägre betavärde och signifikansnivå på 0,1420 (sig.<5%). Även studierna av Mueller och Sensini (2021, sid 122) mellan långfristiga skulder och tillgångar med en lägre riktningkoefficient på 0,0371 (sig.<1%), Matias, Salsa och Afonso (2018, sid. 80) på 0,1524 (sig.<1%), Pancheco

och Tavares (2017, sid. 127) på 0.2160, samt 0,273849 (sig.<5%) från Nunes och Serrasqueirs studie (2017, sid. 554). Även från den svenska studien av Öhman och Yazdanfar (2017, sid 107) fann ett positivt samband mellan långfristiga skulder och storlek. Resonemanget stödjer därmed pecking order teorin, men utesluter inte resonemanget att det även stödjer trade- off teorin med motiveringen att materiella anläggningstillgångar har ett högt säkerhetsvärde av den totala tillgångarna och därmed har större potential till extern finansiering (Michaelas 1999, sid. 115). Studien saknar signifikans mellan materiella tillgångar och kortfristiga skulder och därmed finner inget stöd till antagandet att den har ett negativt samband, liksom studien av Öhman & Yazdanfar (2017, sid 107). Däremot kan det negativa resultatet mellan kortfristiga skulder och materiella anläggningstillgångar motiveras med minskat behov av kortfristiga skulder eftersom ett företag med höga nivåer av materiella anläggningstillgångar oftast har större möjlighet att finansieras med långfristiga skulder på grund av dess säkerhet.

5.6 Hypotesprövning

Hypotes	Oberoende variabel	Beroende variabel	Förväntad samband	Resultat
H1a*	Tillväxtmöjlighet	TS	+	Accepteras
H1b*		LS	+	Accepteras
H1c*		KS	+	IR
H2a	Ålder	TS	-	IR
H2b		LS	-	Accepteras
H2c		KS	-	Förkastas
H3a*	Storlek	TS	-	Förkastas
H3b*		LS	-	Accepteras
H3c*		KS	-	Förkastas
H4a*	Lönsamhet	TS	-	IR
H4b*		LS	-	IR
H4c*		KS	-	IR
H5a	Tillgångsstruktur	TS	+	Accepteras
H5b		LS	+	Accepteras
H5c		KS	+	IR

Tabell 7: Sammanställning över alla hypoteser

Kommentar: IR: inte relevant

Följande kommentarer till varje hypotes redogörs med 6 av 15 hypoteser varav 6 inte fann någon samband samt 3 hypoteser förkastas. Hypotes H1a* påvisade ett positivt samband endast för beräkning med omsättning, men saknar signifikans för måttet med totala tillgång. Hypotes H1b* däremot finner endast samband för totala tillgångar men saknar signifikans för

omsättning. Vidare saknar även signifikans för både omsättning och totala tillgångar och därför saknar hypotesen H1c* relevans.

Hypotes H2a finner inget samband med totala skulder, vara H2b fann ett negativt samband med motiveringen att yngre företag är mer beroende av skulder än äldre företag som istället väljer att finansieras med interna medel. Däremot fann ett positivt samband med kortfristiga skulder, vilket anses innebära att ju äldre företagen är desto mer föredras kortfristiga skulder. Eftersom H2c fann ett positivt samband, därav förkastas hypotes H2c.

Hypotes H3a* fann ett positivt samband mellan totala skulder och storlek mätt i omsättning med stark relation till totala tillgångar. Däremot kan hypotesen accepteras mätt i totala tillgångar, men med en väldigt svagt beta-värde och signifikans därav förkastas hypotesen i sin helhet. Vidare accepteras hypotes H3b* mätt i omsättning men förkastas mätt i totala tillgångar. Slutligen förkastas hypotes H3c* mätt i omsättning men accepteras mätt i totala tillgångar, däremot med samma motivering ovan finner en starkare relation mellan kortfristiga skulder och storlek mätt i omsättning i sin helhet, men kan inte utesluta att hypotesen accepteras mätt i totala tillgångar. Eftersom korrelationen mellan STO:O och STO:T var 0,6924 och risk för multikollinearitet samt att den oberoende variabeln STO:O hade starkare korrelation till alla de beroende variablerna (se tabell 4), utgår resultatet med denna motivering. Utöver det anses framkallningen mellan beroende variablerna och den oberoende variabeln storlek att ifrågasättas.

Hela hypotes H4 saknar samband för både mätt i omsättning och totala tillgångar men finner högre spridning med omsättning i jämförelse med beräkning med totala tillgångar. Resultatet visar ett positivt samband och därav stödjer resultatet trade off teorin. Men trots det kan inte resultatet med 90% säkerhet säga att lönsamhet har en relation till totala,-långfristiga- och kortfristiga skulder och resultatet kan därmed bero på slumpen. Men trots det förkastas både H4a*, H4b och H4c.

Slutligen fann en stark och positiv relation mellan totala tillgångar och långfristiga skulder med materiella anläggningstillgång, därav accepteras både hypotes H5a och H5b, men saknar samband mellan kortfristiga skulder och materiella anläggningstillgångar och H5c förkastas.

6. Slutsats

I detta avsnitt förs en slutsats av studien utifrån studiens syfte och frågeställning.

Denna studien syftar till att undersöka tillväxt, storlek, ålder, lönsamhet och tillgångsstruktur har en inverkan vid val av kapitalstrukturen i små-medelstora bolag inom hotellindustrin. Vidare formulerades hypoteserna utifrån pecking order teorin för att besvara frågan hur tillämplig pecking order teorin är på kapitalstruktursbeslut som fattas av SMF i svenska hotellindustrin. Faktorernas inverkan på val av kapitalstruktur varierar sammanfattningsvis beroende på val av mått för respektive faktor, men slutsatsen motiveras utifrån resonemanget i analysavsnittet. Studien finner stöd för att ju högre tillväxt desto mer behov av finansiering har hotellföretagen i Sverige och därmed förespråkar antagandet till pecking order teorin. I den andra faktorn åldern saknas signifikans och därmed kan ej förklara huruvida den totala skulden är i relation till åldern, därmed finner resultatet att ju yngre företagen är desto mer beroende är dessa med långfristiga skulder och stödjer pecking order teorin. Däremot uppvisar resultatet att äldre företag minskar sina långfristiga skulder men samtidigt ökar de kortfristiga skulder och stödjer därmed inte pecking order teorin utifrån hypotesframkallningen. Dock kan resultatet motiveras med att äldre företag saknar interna vinster och istället väljer att finansieras med kortfristiga skulder, vilket i sig utgår ifrån den hierarkiska ordningen, där kortfristiga skulder prioriteras före långfristiga skulder. Vidare saknas det samband mellan både beräkning av lönsamhet mätt i både omsättning och totala tillgångar och går därmed inte att säkerställa att resultatet med 90% säkerhet inte beror på slumpen. Resultatet finner att ju mer lönsam företaget är mätt i totala tillgångar, desto högre behov av skulder har företaget och stödjer pecking order teorin, men motsatt motivering för beräkning av omsättning. Sist finner studien att ju högre grad av materiella anläggningstillgångar desto större potential har dessa företag till totala skulder samt externa finansiering. Sammanfattningsvis stödjer pecking order teorin med 6 hypoteser av 15 medan trade off teorin stödjer 3 av 15 hypoteser med 90% säkerhet att resultatet inte beror på slumpen. Därav kan pecking order teorin i största mån förklaras för kapitalstrukturen inom SMF i hotellindustrin men utesluter inte att även trade off teorin kan motiveras för samma ändamål.

7. Avslutande diskussion och vidare forskning

I detta avsnitt diskuteras eventuella funderingar och slutsatser som har kommit fram i studien samt uppsatsens relevans och sist en avslutande del på förslag för vidare forskning

Trots att resultatet visade att kapitalstrukturen till viss grad kan förklaras utifrån pecking order teorin, går det inte att helt utesluta att även trade off teorin även kan vara lämplig att tillämpa för att förklara hotellindustrins finansieringsbeslut. Exempelvis går det att motivera variabeln positiva samband mellan skuldkvot med de två variablerna storlek och tillgångsstruktur utifrån båda teorierna. Däremot kan en följande förklaring till det negativa sambandet mellan storlek mätt i omsättning även bero på andra orsaker som inte faller under pecking order teorin, exempelvis att mindre företag väljer att finansieras med lån för att ta del av skatteskölden i syfte att öka företagsvärdet. Alternativt i syfte att investera i inventarier i samband med att omsättningen ökar. Eftersom studien inte fann någon signifikans med lönsamhet överlag, går det inte att dra slutsatsen eller resonera kring detta. Men däremot eftersom studien fann en stark och positivt samband mellan totala- och långfristiga skulder med materiella anläggningstillgångar, kan det vara ett möjligt antagande och har en betydelse för hotellföretagens skuldsättning.

Utöver detta visade främst variablerna storlek och lönsamhet ett resultat som skiljer sig åt avsevärt utifrån vilken mått som tillämpas, vilket kan ifrågasätta acceptansen och förkastelsen av studiens resultat. En ytterligare brist i studien som kan vara tänkvärd att fundera över är främst att resultaten från exempelvis länder såsom Portugal, Italien och med flera har varit verksamma under en längre period än i den svenska marknaden. En ytterligare tankeställare är att förklaringsstyrkan var något lägre på variabeln storlek, vilket kan vara en indikator för att urvalet brister på data från äldre hotellföretag. Studien fann ingen alls signifikans på lönsamheten, vilket kan diskuteras. En möjlig förklaring är att det kan föreligga interna faktorer som påverkar lönsamhet, exempelvis antalet rum som företaget har. Efter en genomgång av artiklar fann studier som tillämpar måttet RevPAR (Revenue Per Available Room), som har för avsikt att beräkna den genomsnittliga rumsintäkten per tillgängligt rum (Scandichotelsgroup, u.å).

Trots de eventuella brister som förekommer i studien finner resultatet signifikans för sex av femton hypoteser med olika styrka på riktningskoefficienten. Fastän konstanten för den totala signifikansen (se tabell 6) inte är skilt från 0, kan modellen användas trots allt. Däremot går det att motivera följande resonemang, att när alla de undersökta oberoende variablerna har ett värde på noll, utesluter det inte att även den beroende variabeln, totala skulder även har ett värde på 0. Den övriga konstanten för både långfristiga skulder och kortfristiga skulder har en signifikans på 1% med en konstant som överstiger 0,5.

För att ytterligare öka studiens kvalitet går det i framtida studier tillämpa nyckeltal som är mer relaterade till hotellverksamhet. En ytterligare studie kan vara att jämföra de undersökta variablerna med hotell som kategoriseras som stora, eftersom ägarstrukturen möjligtvis kan skilja sig avsevärt från små- och medelstora företag med högre grad av informationsasymmetri intern inom företaget, samt har en väl etablerad lånehistorik. En ytterligare möjlig studie kan vara att jämföra både hotell- och restaurangbranschen eftersom majoriteten av tidigare forskning tillämpar båda verksamheter i samma studie. Förslagen kan även appliceras i en kvalitativ studie med eventuella intervjuer för att få en djupare förståelse kring företagets val vid finansieringsbeslut. Om undersökningen återigen ska användas i en liknande studie kan forskaren även testa en metod som kallas för Fornell- Larckerkriteriet som Matias, Salsa och Afonso använde som tar hänsyn till den gemensamma variansen mellan exempelvis två mått på en oberoende variabel (2018, sid. 78).

Referenslista

Andersson, Göran, Jorner, Ulf, and Ågren, Anders. *Regressions- Och Tidsserieanalys Med Och Utan Datorstöd. 2.*, [utök.] Uppl.. ed. Lund: Studentlitteratur, 1994.

Balios, D., Daskalakis, N., Eriotis, N., & Vasiliou, D. (2016). *SMEs capital structure determinants during severe economic crisis: The case of Greece*. *Cogent Economics & Finance*, 4(1), 1145535.

Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). *On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence*. *The journal of Finance*, 39(3), 857-878.

Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Mohanty, P. (2012). *Principles of corporate finance*. Tata McGraw-Hill Education.

Bryman, A. & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. (Upplaga 3). Stockholm: Liber.

Chen, L. J., & Chen, S. Y. (2011). *How the pecking-order theory explain capital structure*. *Journal of International Management Studies*, 6(3), 92-100.

Denscombe, M. (2018). *Forskningshandboken: för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*. (Fjärde upplagan). Lund: Studentlitteratur.

Diamond, Douglas W. "Reputation Acquisition in Debt Markets." *The Journal of Political Economy* 97.4 (1989): 828-62. Web.

Djurfeldt, Göran, and Barmark, Mimmi. *Statistisk Verktyslåda 2 : Multivariat Analys*. 1. Uppl.. ed. Stockholm: Studentlitteratur, 2009.

Djurfeldt, Göran, Larsson, Rolf, and Stjärnhagen, Ola. *Statistisk Verktyslåda 1 : Samhällsvetenskaplig Orsaksanalys Med Kvantitativa Metoder*. Tredje Upplagan. ed. Lund: Studentlitteratur, 2018.

Donaghy, Kevin, McMahon, Una, and McDowell, David. "Yield Management: An Overview." *International Journal of Hospitality Management* 14.2 (1995): 139-50. Web.

Eliasson, Annika. *Kvantitativ Metod Från Början*. Fjärde Upplagan. ed. Lund: Studentlitteratur, 2018.

Europakommissionen. 2015. *Användarhandledning om definition av SMF-företag*. Elektronisk . Luxemburg: Europa kommissionen [Användarhandledning om definitionen av SMF-företag \(europa.eu\)](http://europa.eu) (Hämtad 2021-04-29)

Fama, E. F., & French, K. R. (1998). *Taxes, financing decisions, and firm value*. The journal of Finance, 53(3), 819-843.

Ferri, M. G., & Jones, W. H. (1979). *Determinants of financial structure: A new methodological approach*. The Journal of finance, 34(3), 631-644.

Finanspolitiska rådet. 2020. *Svensk finanspolitik. Finanspolitiska rådets rapport 2021, Stockholm*.
<http://www.finanspolitiskaradet.se/download/18.dc1dc8b17941ccc9db13049/1621237866215/Svensk%20finanspolitik%202021.pdf> (Hämtad 2021-06-03)

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). *Testing the pecking order theory of capital structure*. Journal of financial economics, 67(2), 217-248.

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). *Capital structure decisions: which factors are reliably important?*. Financial management, 38(1), 1-37.

Hall, G. C. Hutchinson, P. J., & Michaelas, N. (2004). *Determinants of the capital structures of European SMEs*. Journal of Business Finance & Accounting, 31(5-6), 711-728.

Hamberg, M. (2004). *Strategic financial decisions*. Liber.

Harris, M., & Raviv, A. (1991). *The theory of capital structure*. the Journal of Finance, 46(1), 297-355.

Hillier, David, Ross, Stephen, Westerfield, Randolph, Jaffe, Jeffrey & Jordan, Bradford (2020). *Corporate finance*. Fourth European edition London: McGraw-Hill Education

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of financial economics, 3(4), 305-360.

Karadeniz, E., Kandir, S. Y., Balcilar, M., & Onal, Y. B. (2009). *Determinants of capital structure: evidence from Turkish lodging companies*. International Journal of Contemporary Hospitality Management.

Konkurrensverket (2018). *Konkurrensen i Sverige 2018. Rapport 2018:1*.

https://www.konkurrensverket.se/globalassets/publikationer/rapporter/rapport_2018-1.pdf

(Hämtad 2021-06-06)

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). *A state-preference model of optimal financial leverage*. The journal of finance, 28(4), 911-922.

Körner, Svante, and Wahlgren, Lars. *Statistisk Dataanalys*. 4., [omarb.] Uppl. ed. Lund: Studentlitteratur, 2006.

Lee, S., & Xiao, Q. (2011). *An examination of the curvilinear relationship between capital intensity and firm performance for publicly traded US hotels and restaurants*. International Journal of Contemporary Hospitality Management.

López-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2008). *Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs*. Small Business Economics, 31(2), 117-136.

Matias, F., Salsa, L., & Afonso, C. (2018). *Capital structure of Portuguese hotel firms: a structural equation modelling approach*. Tourism & Management Studies, 14(1), 73-82.

Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review. 48(3), s. 261-297

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

Mueller, A., & Sensini, L. (2021). *Determinants of financing decisions of SMEs: Evidence from the Hotel Industry*. International Journal of Business and Management, 16(3), 117-127.

Myers, S. (1984). *The Capital Structure Puzzle*. Journal of Finance. 39(3), 575-592.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. Journal of financial economics, 13(2), 187-221.

Myers, S. C. (1977). *Determinants of corporate borrowing*. Journal of financial economics, 5(2), 147-175.

Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic perspectives*, 15(2), 81-102.

Nunes, Paulo Maçãs, and Serrasqueiro, Zélia. "Short-term Debt and Long-term Debt Determinants in Small and Medium-sized Hospitality Firms." *Tourism Economics : The Business and Finance of Tourism and Recreation* 23.3 (2017): 543-60. Web.

Pacheco, L., & Tavares, F. (2017). *Capital structure determinants of hospitality sector SMEs*. *Tourism Economics*, 23(1), 113-132.

Pettit, R. R., & Singer, R. F. (1985). *Small business finance: a research agenda*. *Financial management*, 47-60.

Regeringen. (2020). <https://www.regeringen.se/artiklar/2020/03/statlig-lanegaranti-till-sma-och-medelstora-foretag/> (Hämtad 2021-06-06)

Scandichotelgroups. (uå). *Definitioner*.

<https://www.scandichotelsgroup.com/sv/investerare/finansuell-oversikt/definitioner/> (Hämtad 2021-05-19)

Statistiska Centralbyrån. 2020. *Färre övernattningar i Sverige än vanligt*.

<https://www.scb.se/hitta-statistik/artiklar/2020/farre-overnattningar-i-sverige-an-vanligt/> (Hämtad 2021-06-06)

Statistiska Centralbyrån. (u.å.-a). *Gästnätter per anläggningstyp efter region. År 2008 - 2020*.

https://www.statistikdatabasen.scb.se/pxweb/sv/ssd/START_NV_NV1701_NV1701A/NV1701T6Ar/ (Hämtad 2021-06-06)

Statistiska Centralbyrån. (u.å.-b). *Standard för svensk näringsgrensindelning (SNI)*.

<https://www.scb.se/dokumentation/klassifikationer-och-standarder/standard-for-svensk-naringsgrensindelning-sni/> (Hämtad 2021-06-04)

Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2015). *Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal*. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), 445-466.

Serrasqueiro, Z., & Nunes, P. M. (2014). *Financing behaviour of Portuguese SMEs in hotel industry*. *International Journal of Hospitality Management*, 43, 98-107.

Shyam-Sunder, L. and Myers, S.C., Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *J. Finan. Econ.*, 1999, 51, 219–244.

Tillväxtanalys. 2020. *Konkurser oktober 2020*.

<https://www.tillvaxtanalys.se/statistik/konkurser/konkurser-och-offentliga-ackord/2020-11-16-konkurser-oktober-2020.html> (Hämtad 2021-06-03)

Titman, S., & Wessels, R. (1988). *The determinants of capital structure choice*. *The Journal of finance*, 43(1), 1-19.

Williamson, S. H. (1981). *The moral hazard theory of corporate financial structure: Empirical tests* (Doctoral dissertation, Massachusetts Institute of Technology).

Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2016). *Capital structure dynamics among SMEs: Swedish empirical evidence*. *The Journal of Risk Finance*.

Öhman, P., & Yazdanfar, D. (2017). *Short-and long-term debt determinants in Swedish SMEs*. *Review of Accounting and Finance*.

Appendix

Appendix 1 - Utvalda företag

Företagsnamn	Org. nr
Hotel Mektagonen AB	5567782601
Marstrands Havshotell AB	5567932388
Radisson Hotel & Congress AB	5567873061
Skorteby Restaurang & Fritid AB	5567783724
Skyotel AB	5567573216
Villa Aske Konferens AB	5567631741
CHS Gillet AB	5567211247
Hotel Skeppsholmen AB	5567223069
Slottshotellet i Kalmar AB	5567336531
Huskvarna Stadshotell AB	5567175830
Hotell Höga Kusten ML AB	5566731682
Hotel Tegnérslunden Aktieföretag	5566533427
Långbergets Sporthotell AB	5566456728
Elite Avenue AB	5566108840
Kungsörstorp Hotell & Konferens AB	5566066535
SSRS Sundsvall Hotel AB	5566109038
Clarion Hotel Stockholm AB	5565876322

Hotel Bohusgården AB	5565846754
Hotel Galaxen AB	5565980587
Restaurang & Hotell Skansen i Båstad AB	5565993515
SSRS Grand Hotel Savoy AB	5566020037
SSRS Stadshotellet Luleå AB	5565943130
Stenungsbaden Yacht Club Hotell Aktiebolag	5565883310
HKC Hotel Örebro Plaza AB	5565716601
Hotel Statt i Katrineholm Aktiebolag	5565729232
SSRS Hotel Statt Växjö AB	5565817524
SSRS Stadshotellet Karlstad AB	5565817516
SSRS Stora Hotellet Jönköping AB	5565817508
SSRS Stora Hotellet Stadshotellet Örebro AB	5565817532
Home Hotel i Göteborg Aktiebolag	5565545661
Hotell Östersund Restaurant G III AB	5565598934
Rånäs Slott Aktiebolag	5565573879
Laholmen Hotell AB	5565477816
Paasanne Aktiebolag	5565450151
Sundbyholms Slott AB	5565506093
T H K i Sandsbro AB	5565459939
Hotell Björkhaga AB	5565361234

Hotell Continental i Ystad AB	5565322202
Fagersta Brukshotell AB	5565049839
Hotel & Restaurang Moskogen AB	5565213112
Hotel Flora Aktiebolag	5565128898
Hotel Rival AB	5565242681
Strandflickorna AB	5565210555
BL Solna AB	5564807401
Eksjö Stadshotell AB	5564932167
Hotel Odin Residence Aktiebolag	5564794344
Design hotellet i Värnamo AB	5564660396
Hotel Sign Aktiebolag	5564660107
MJN Grand Hotel AB	5564601051
Park-Statt Hotell i Södertälje Aktiebolag	5564655529
Radisson SkyCity Hotel AB	5564619301
Sumaken Aktiebolag	5564660370
Sverigeråd i Östersund AB	5564661352
Hotel Karlaplan AB	5564538881
Stockholm Globe Hotel Aktiebolag	5564553062
Bolinder-Munktell Home Hotel Aktiebolag	5564244795
Hotel Hagagatan Aktiebolag	5564334695

Hotel Riverton Aktiebolag	5564389004
Travelman Hotel Aktiebolag	5564200417
La BonHour Aktiebolag	5563503118
Q Hotel i Kristianstad Aktiebolag	5563369213
Görväst Aktiebolag	5563048353
Hotell och Restaurang Aktiebolaget Grand i Lund	5563062362
Hotell Drott i Karlstad Aktiebolag	5562692813
JI-GE Aktiebolag	5562765338
Kompaniet Home Hotel Aktiebolag	5562800259
Packhuset Home Hotel Aktiebolag	5562800242
Stadshotellet i Hässleholm Aktiebolag	5562789221
Winn Hotels Högbo Brukshotell AB	5562795251
Hestraviken AB	5562625565
Hotel Mollberg Skåne Aktiebolag	5562623925
NoFo Hotel AB	5562664630
SSRS Marina Aktiebolag	5562625938
Vadstena Klosterhotell Aktiebolag	5562661792
Hotel Wisby AB	5562374016
SSRS Grand Hotel Norrköping Aktiebolag	5562429018

Åsarna Skicenter Aktiebolag	5562439736
Hotell Aurum i Skellefteå Aktiebolag	5562175736
Kalmarsund Hotell Aktiebolag	5562145614
Memory Hotel Aktiebolag	5562218486
SSRS Stockholm Nord Hotel Aktiebolag	5562064112
Mornington Hotel AB	5561876599
Masesgården AB	5561789297
Skepparholmen AB	5561793927
Hotel Terminus AB	5561451104
SSRS Stadshotellet i Västerås Aktiebolag	5561423038
Hotel Aktiebolag Bastionen	5561292037
Freys Hotel Aktiebolag	5560943598
Royal Viking Hotel Aktiebolag	5560683871
Kom Hotel AB	5560609405
SSRS Plaza Aktiebolag	5560559121
Aktiebolaget Järvsöbaden	5560517004
Clarion Hotel Malmö AB	5560521782
HKC Hotell Kung Carl Aktiebolag	5560345208
Winn Hotels Gävle AB	5560338294
Aktiebolaget Strand Hotel	5560105214

Appendix 2 - Utskrift för totala skulder

ANOVA								
	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>Mkv</i>	<i>F</i>	<i>-värde för F</i>			
Regression	8	1,948644	0,243581	9,122552	5,02E-09			
Residual	87	2,32298	0,026701					
Totalt	95	4,271624						
	<i>Koefficienter</i>	<i>standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Övre 95%</i>	<i>nedre 95,0%</i>	<i>Övre 95,0%</i>
Konstant	-0,25817	0,241191	-1,07038	0,28741	-0,73756	0,221227	-0,73756	0,221227
TM:O	0,392567	0,229267	1,712269	0,090409	-0,06313	0,848259	-0,06313	0,848259
TM:T	0,013173	0,08833	0,149137	0,881791	-0,16239	0,18874	-0,16239	0,18874
ÅLD	0,004094	0,0217	0,188678	0,850785	-0,03904	0,047225	-0,03904	0,047225
STO:O	0,170729	0,05599	3,049277	0,003039	0,059443	0,282014	0,059443	0,282014
STO:T	-0,09565	0,054011	-1,77098	0,080066	-0,203	0,0117	-0,203	0,0117
LÖN:O	-0,56688	0,538655	-1,05241	0,295528	-1,63752	0,503751	-1,63752	0,503751
LÖN:T	0,277678	0,203636	1,363599	0,176212	-0,12707	0,682427	-0,12707	0,682427
TS:M	0,439429	0,0734	5,986738	4,68E-08	0,293538	0,58532	0,293538	0,58532

Appendix 3 - Utskrift för långfristiga skulder

ANOVA								
	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>Mkv</i>	<i>F</i>	<i>-värde för F</i>			
Regression	8	3,022605	0,377826	24,39730644	3,16E-19			
Residual	87	1,347314	0,015486					
Totalt	95	4,369918						
	<i>Koefficienter</i>	<i>standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Övre 95%</i>	<i>nedre 95,0%</i>	<i>Övre 95,0%</i>
Konstant	0,94245822	0,183684	5,130856	1,73315E-06	0,577366	1,307551	0,577366	1,307551
TM:O	0,150247587	0,174604	0,860507	0,391874773	-0,1968	0,497291	-0,1968	0,497291
TM:T	0,175481909	0,06727	2,608618	0,010699475	0,041775	0,309188	0,041775	0,309188
ÅLD	-0,041232316	0,016526	-2,49499	0,014484754	-0,07408	-0,00838	-0,07408	-0,00838
STO:O	-0,201722102	0,04264	-4,73078	8,57896E-06	-0,28647	-0,11697	-0,28647	-0,11697
STO:T	0,128443869	0,041133	3,122639	0,002433906	0,046687	0,2102	0,046687	0,2102
LÖN:O	-0,168914522	0,410225	-0,41176	0,681527695	-0,98428	0,646452	-0,98428	0,646452
LÖN:T	0,084361939	0,155084	0,543977	0,587848883	-0,22388	0,392608	-0,22388	0,392608
TS:M	0,394837041	0,0559	7,063301	3,79193E-10	0,28373	0,505944	0,28373	0,505944

Appendix 4 - Utskrift för kortfristiga skulder

ANOVA									
	<i>fg</i>	<i>KvS</i>	<i>Mkv</i>	<i>F</i>	<i>-värde för F</i>				
Regression	8	4,118979	0,514872	16,0514911	2,59E-14				
Residual	87	2,790638	0,032076						
Totalt	95	6,909617							
	<i>Koefficienter</i>	<i>standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>	<i>Nedre 95%</i>	<i>Övre 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Övre 95,0%</i>	
Konstant	-0,953305465	0,264356	-3,60614	0,00051769	-1,47874	-0,42787	-1,47874	-0,42787	
TM:O	0,110829591	0,251287	0,441047	0,66027276	-0,38863	0,61029	-0,38863	0,61029	
TM:T	-0,10753547	0,096814	-1,11074	0,269740587	-0,29996	0,084893	-0,29996	0,084893	
ÅLD	0,043231065	0,023784	1,817644	0,072560837	-0,00404	0,090505	-0,00404	0,090505	
STO:O	0,299942936	0,061367	4,887653	4,61763E-06	0,177968	0,421917	0,177968	0,421917	
STO:T	-0,181239262	0,059198	-3,06156	0,002928897	-0,2989	-0,06358	-0,2989	-0,06358	
LÖN:O	-0,523795417	0,590391	-0,8872	0,377416832	-1,69726	0,649671	-1,69726	0,649671	
LÖN:T	0,243760052	0,223195	1,092141	0,277786089	-0,19986	0,687383	-0,19986	0,687383	
TS:M	-0,035906889	0,08045	-0,44632	0,65647216	-0,19581	0,123997	-0,19581	0,123997	