

Konjunkturcyklers påverkan på företags kapitalstruktur

En studie om stora bolag under 2006–2011

Av: Tim Svensson & Lukas Montenius

Handledare: Lars Vigerland
Södertörns högskola | Institutionen för Samhällsvetenskap
Kandidatuppsats 15 hp
Företagsekonomi C | vårterminen 2023
Programmet för Logistik & Ekonomi



Förord

Vi vill börja denna studie med att rikta ett stort tack till vår handledare Lars Vigerland som bidragit med vägledning och konstruktiva åsikter. Vi vill även rikta ett stort tack till våra opponenter som bidragit med värdefull kritik och intressanta diskussioner samt övriga kurskamrater.

2023-05-31

Tim Svensson

Lukas Montenius

Sammanfattning

Syftet med denna studie var att undersöka hur stora bolags kapitalstruktur i Sverige påverkas av konjunkturcykler samt vilka faktorer som påverkar kapitalstrukturen. Genom de två centrala teorierna trade-off och pecking order teorin beskrivs kapitalstrukturens påverkan på företagen. Hypoteserna utformades utifrån teorierna samt tidigare studier och testades genom en multipel regressionsanalys. Studien utgick ifrån en kvantitativ ansats eftersom studien baserades på siffror samt att tidigare studier applicerad en kvantitativ ansats. Empirin hämtades från Retriever Business utifrån studiens urval, vilket var företag med en omsättning över 500 miljoner kr, fler än 250 anställda, aktiva före 2006 samt att alla finansiella bolag uteslöts. Utifrån detta urval framkom det 1201 företag vilket ett slumpmässigt stickprov gjordes ifrån. Stickprovet uppgick till 383 företag under perioden 2006–2011. Studien undersökte fyra tidsintervall före finanskrisen (2006–2007), under finanskrisen (2008–2009) och efter finanskrisen (2010–2011) samt den totala perioden (2006–2011). I analysen användes en beroende variabel (skuldsättningsgrad) samt tre oberoende variabler (storlek, lönsamhet och tillgångsstruktur) samt en dummyvariabel (krisperioden). För att genomföra studien tillämpades en univariat analys, bivariat analys och regressionsanalys, vars resultat visade att tillgångsstruktur och finanskrisen hade ett positivt samband med skuldsättningen hos stora företag på en 99 procentig signifikansnivå. Storlek och lönsamhet hade en negativ påverkan på skuldsättningen, dock var det endast lönsamhet som påvisade ett statistiskt signifikant samband på 98 signifikansnivå. Utifrån resultatet kunde denna studie förkasta H0b, H0c och H0d samt behålla H0a. Studien kunde även dra slutsatserna att pecking-order teorin samt trade-off teorin förklarar hur stora företag finansierar sin verksamhet samt att finanskrisen hade en påverkan på företagens kapitalstruktur. Studien fann att kapitalstrukturen kan förklaras utifrån hur lönsamt ett företag är samt hur tillgångsstrukturen ser ut. Där lönsamma företag innehar en lägre skuldsättning medan ett företag med en hög tillgångsstruktur innehar en högre skuldsättningsgrad. Resultatet som framkommit i denna studie låg i linje med tidigare forskning, vilket är att finanskrisen hade en påverkan på kapitalstrukturen där skuldsättningsgraden ökade under perioden under finanskrisen (2008–2009) för att sedan återgå till lägre nivåer efter finanskrisen (2010–2011).

Nyckelord: Finanskrisen 2008, kapitalstruktur, konjunkturcykler, pecking order teorin, skuldsättningsgrad, stora företag, trade-off teorin

Abstract

This study aims to investigate how Swedish large companies' capital structure is affected by business cycles and which factors affect the capital structure. The impact of the capital structure on companies is described through the two central theories trade-off theory and the pecking order theory. The hypotheses were designed based on the theories and previous studies and tested through multiple regression analysis. The study is based on a quantitative approach because the empirical data is based on numbers. The empirical data is taken from Retriever Business based on the study's sample, which was companies with a turnover of over SEK 500 million, more than 250 employees, active before 2006 and all financial companies were excluded. Based on this selection, 1201 companies emerged from which a cluster sample was made. The sample amounted to 383 companies during the period 2006–2011. This study examines four intervals which are before the financial crisis (2006–2007), during the financial crisis (2008–2009), and after the financial crisis (2010–2011) as well as the total period (2006–2011). In the analysis, a dependent variable (leverage) and three independent variables (size, profitability, and tangibility), and a dummy variable (financial crisis) were used. To carry out the study, a univariate analysis, a bivariate analysis, and a regression analysis were used, the results of which showed that the tangibility and the financial crisis had a positive correlation with the leverage of large companies at a 99 percent significance level. Size and profitability had a negative impact on leverage, however, only profitability demonstrated a statistically significant relationship at the 98 percent level. Based on the result, this study can reject H0b, H0c, and H0d and keep H0a. Based on the results, it's possible to conclude that the pecking order theory and the trade-off theory explain how large companies finance their operation and how the financial crisis impacted their capital structure. Where the capital structure can be explained based on how profitable a company is and what the asset structure looks like. Where profitable companies have a lower level of leverage, while a company with a high asset structure has a higher level of leverage. The results of this study are in line with previous research. Which is that the financial crisis had an impact on the capital structure where the debt ratio increased during the period of the financial crisis (2008–2009) and then returned to lower levels after the financial crisis (2010–2011).

Key Words: Financial crisis of 2008, capital structure, business cycles, pecking order theory, leverage, large companies, trade-off theory

Ordlista

Bankorienterat: Är ett finansiellt system där bankerna har större kontroll över företagen, där det råder en hög informationsasymmetri (Levine 2002)

BNP-gap: BNP-gap visar skillnaden mellan den faktiska BNP och den potentiella BNP ett land har (Konjunkturinstitutet u.åc.)

GCC-länder: Förkortning på guldländernas samarbetsråd som består av Bahrain, Förenade Arabemiraten, Kuwait, Oman, Qatar och Saudiarabien (GCC u.å.)

Hävstångseffekt: Användningen av skulder för att öka vinsten på investeringar (Ozdogli 2012)

LTD: Långfristiga skulder (Yazdanfar, Öhman & Homayoun 2019)

OMXS30: Är ett marknadsviktat index och återspeglar de trettio mest omsatta aktierna på Nasdaq Stockholm oberoende bransch (Nasdaq u.å.)

Skuldkvot: Ett mått på skuldsättningsgraden, alltså hur stor andel av kapitalstrukturen som består av räntebärande skulder (Hillier et al. 2021, s. 513)

SME-företag: Små och medelstora företag, med färre än 250 anställda och en omsättning under 500 miljoner kr (Ekonomifakta 2023b)

S&P-500: Ett aktieindex över de 500 största bolagen utifrån marknadsvärde som är noterade på aktiemarknaden i USA (Harrison & Widjaja 2014)

STD: Kortfristiga skulder (Yazdanfar, Öhman & Homayoun 2019)

TDTA: Skillnaden mellan totala skulder och totala tillgångar som är ett mått hur mycket ett företag äger av sina egna tillgångar (Zeitun Temimi & Mimouni 2017)

Innehållsförteckning

1.	INLEDNING	1
1.1.	PROBLEMBAKGRUND	1
1.2.	PROBLEMDISKUSSION	2
1.3.	SYFTE	4
1.4.	FORSKNINGSFRÅGA	4
1.5.	AVGRÄNSNING	4
2.	TEORETISK REFERENSRAM	5
2.1.	KAPITALSTRUKTUR	5
2.1.1.	<i>Pecking Order Teorin</i>	6
2.1.2.	<i>Trade-off Teorin</i>	7
2.2.	MOTIVERING TILL VALD TEORI	8
3.	TIDIGARE STUDIER OCH HYPOTESER	9
3.1.	TIDIGARE STUDIER	9
3.2.	HYPOTESER.....	13
3.2.1.	<i>Storlek</i>	13
3.2.2.	<i>Lönsamhet</i>	14
3.2.3.	<i>Tillgångsstruktur</i>	14
3.2.4.	<i>Finanskrisen</i>	16
4.	METOD	17
4.1.	FORSKNINGSSTRATEGI	17
4.1.1.	<i>Forskningsdesign</i>	17
4.1.2.	<i>Vetenskapssyn och Vetenskaplig ansats</i>	18
4.2.	STUDIENS GENOMFÖRANDE.....	18
4.3.	DATAINSAMLING	19
4.4.	URVAL	20
4.4.1.	<i>Bortfall</i>	21
4.5.	BEROENDE VARIABEL OCH OBEROENDE VARIABLER.....	21
4.5.1.	<i>Beroende variabel</i>	22
4.5.2.	<i>Oberoende variabler</i>	22
4.5.3.	<i>Dummyvariabel</i>	23
4.6.	BEARBETNING AV DATA.....	23
4.6.1.	<i>Univariat analys</i>	24
4.6.2.	<i>Bivariat analys</i>	24
4.6.3.	<i>Multipel regressionsanalys</i>	25
4.7.	STUDIENS KVALITET	26
4.7.1.	<i>Reliabilitet</i>	26
4.7.2.	<i>Validitet</i>	27
4.8.	METODKRITIK	28
5.	RESULTAT	30
5.1.	UNIVARIAT ANALYS	30
5.2.	BIVARIAT ANALYS.....	31
5.3.	REGRESSIONSANALYS.....	32
6.	ANALYS	35
6.1.	STORLEK	35
6.2.	LÖNSAMHET.....	35
6.3.	TILLGÅNGSSTRUKTUR.....	36
6.4.	KRISPERIODEN.....	37
6.5.	HYPOTESPRÖVNING.....	38
7.	SLUTSATS	40

7.1. FÖRBÄTTRINGSFÖRSLAG	41
8. FRAMTIDA FORSKNING	42
REFERENSLISTA.....	
BILAGOR.....	

1. Inledning

1.1. Problembakgrund

Hög- och lågkonjunkturer är enligt SCB (2022) ekonomiska tillstånd som beskriver ett lands ekonomiska situation. Genom att summera värdet av makroekonomiska faktorer som lön, konsumtion, investeringar, priser, handelsbalans och sysselsättningsgrad, vilket är alla tjänster och varor som produceras under en given period i ett land, visas storleken på landets ekonomi. Detta mått kallas för bruttonationalprodukt, förkortat BNP. (SCB 2022)

BNP är ett centralt mått för att förklara ekonomisk tillväxt (SCB 2022). Genom att jämföra BNP värden under olika intervall beskrivs ett lands ekonomiska förändring över tid (Ekonomifakta 2022a). I tid av tillväxt påpekar SCB (2022) att arbetslösheten är låg och efterfrågan på tjänster och varor är stor. Som en effekt av ökad efterfrågan reagerar företagen genom att öka produktionstakten, vilket skapar fler arbetstillfällen och så fortsätter de positiva effekterna (ibid.). I Sverige har BNP ökat med 2 procent i snitt sedan 1970 fram till 2022 dock med flera avvikande perioder exempelvis IT-kraschen 2000 och finanskrisen 2008–2009 (Ekonomifakta 2022a). Under dessa perioder av ekonomisk avmattning minskar företagens produktion och konsumenters efterfrågan på varor och tjänster, vilket resulterar i en minskad BNP, detta förklarar lågkonjunkturrens innebörd (SCB 2022). Enligt Konjunkturinstitutet (u.åc.) är en vanlig missuppfattning kring hög- och lågkonjunkturer att om ett lands BNP procentuellt ökar sedan föregående år är landet i en högkonjunktur. Detta stämmer dock inte utan det som avgör vad för konjunktur ett land befinner sig i är skillnaden mellan den potentiella BNP och den faktiska BNP, även kallat BNP-gap. Författarna påpekar att den potentiella BNP är den ett land bör ligga på vid en given period medan den faktiska BNP är den verkliga BNP som ett land har. Detta innebär att när den faktiska BNP är högre än den potentiella är det en högkonjunktur och vice versa med lågkonjunktur. Dessa konjunkturer går i cykler därav dess beskrivande benämning konjunkturcykler. Dessa cykler varierar mellan tre och åtta år utifrån historiska data. Vidare förklarar författarna att efter en tid av rådande omständigheter kommer den faktiska BNP att hamna under den potentiella BNP och då befinner sig ekonomin i en konjunkturavmattning vid en högkonjunktur. När faktiska BNP alternativt stiger över den potentiella BNP kallas detta för en konjunkturåterhämtning när lågkonjunktur råder. (ibid.)

Ett bra exempel på att konjunkturcykler kan ändras snabbt är finanskrisen som uppstod under 2007 och varade till 2010 (Bordo & Haubrich 2017). Finanskrisen började i den amerikanska ränte- och bostadsmarknaden och spreds världen över (Riksbanken 2022). När finanskrisen slog till i september 2008 sjönk Sveriges BNP-gap till -0,5 procent (NE u.å.). Denna minskning fortsatte under 2009 då BNP-gap sjönk ytterligare till -5,9 procent och lågkonjunkturen var ett faktum (Ekonomifakta 2022b). Denna lågkonjunktur påverkade de svenska bankerna där deras möjlighet att lämna ut krediter minskade kraftigt (SCB 2014). Detta stoppade många företags tillväxtmöjligheter då kreditutbudet minskade och finansieringsalternativen blev färre (Almeida et al. 2012). Eftersom tillväxtmöjligheterna för företagen minskade i takt med lågkonjunkturen, skedde det även en nedgång i aktiemarknaden (Kroencke 2022). Detta återspeglas i OMXS30 då indexet sjönk med 49,7 procent mellan perioden juni 2007 och december 2008 (Ekonomifakta 2023a). När finansieringsalternativen blev färre för de svenska företagen ledde detta även till en förändring i deras kapitalstruktur (Forsberg 2012).

Kapitalstruktur har en central roll för att beskriva företags finansieringsnivå och vilken typ av finansiering som används och hur det påverkar företaget (DeAngelo & DeAngelo 2006). Modern forskning undersöker fortfarande kapitalstruktur och dess påverkan på bolag med fluktuerande resultat (ibid.). Baker och Wurgler (2002) anser att kapitalstrukturens påverkan är en konsekvens av marknadstajming. Myers (2001) däremot menar att kapitalstrukturens påverkan är ett resultat av finansieringsmetoden. Valet av finansieringsmetod och kapitalstruktur kan påverka företagets värde (Abeywardhana 2017). Detta stöds även av Hillier et al. (2021, s. 466) där författarna påstår att företagets värde är summan av eget kapital och skulder. Därför är det av stor vikt för företag att hitta den rätta kapitalstrukturen som passar företagets mål bäst (Abeywardhana 2017).

1.2. Problemdiskussion

Tidigare studier som undersökt konjunkturcyklers påverkan på företags kapitalstruktur har flertalet olika angreppssätt, där denna studie kommer att inrikta sig på de som kopplas till finanskrisen 2008–2009. Studierna av Forsberg (2012) och Akhtar (2012) undersökte hur lågkonjunkturen påverkat amerikanska bolag mellan år 2001 och 2010. Dessa studier kom fram till samma resultat vilket var att skuldkvoten hos företag ökar under finanskrisen, vilket är en direkt påverkan av lågkonjunkturer när räntorna ökade. Detta beror på att utlåningen minskade från finansiella institut medan räntorna ökade, vilket resulterade i att företag behövde kortsiktig finansiering. (Forsberg 2012; Akhtar 2012) Liknande studie har även gjorts av Harrison och

Widjaja (2014) som undersökte kapitalstrukturens förändring före och efter den finansiella krisen 2008–2009. Företagen som undersöktes var icke-finansiella bolag noterade på S&P 500. Resultatet som författarna kom fram till var att företag föredrog extern finansiering under finanskrisen 2008–2009. (ibid.) Dessa studier genomfördes i USA där krisen startade, hur ser det då ut i andra länder? En som undersökte detta är D’Amato (2020) där studien gick ut på hur kapitalstrukturen påverkades av finanskrisen inom SME bolag i Italien. Studien kom fram till att chocker i kreditutbudet påverkade företags hävstångseffekt negativt och att efter krisen minskade företagen sin skuldexponering (ibid.). Mostarac och Petrovic (2013) undersökte kroatiska företags kapitalstruktur och hur dessa påverkades av finanskrisen. I resultatet framgick det att företagen ökade sin skuldsättningsgrad från 34,5 procent 2007 till 35,6 procent 2010 som ett resultat av de makroekonomiska förhållandena (ibid.). Iqbal och Kume (2014) gjorde en liknande studie där de undersökte hur företags kapitalstruktur i Storbritannien, Frankrike och Tyskland påverkats av finanskrisen. Resultatet de kom fram till är likt de tidigare studier att skuldsättningsgraden ökade under finanskrisen (ibid.).

När det gäller forskning inom Sverige kring kapitalstruktur och konjunkturcykler finns det få studier kring detta ämne (Yazdanfar, Öhman & Homayoun 2019). En av dessa är Yazdanfar, Öhman och Homayoun (2019) som undersökte hur svenska SME företag påverkades av finanskrisen. Resultatet författarna kom fram till var att de oberoende variablerna finanskris, lönsamhet, storlek, tillgångsstruktur och branschtillhörighet kan förklara förändringen i kortfristiga- och långfristiga skulder. Studien fann att företagen förlitade sig mer på kort- och långfristiga skulder under finanskrisen än efter. (ibid.) Ett fåtal studier har undersökt hur större bolag inom Sverige påverkades av finanskrisen. En av dessa studier är av Nilsson, Nordström och Bredmar (2016) som undersökte hur de svenska bankerna påverkades av finanskrisen 2007–2008. Författarnas resultat påvisar att bankerna i Sverige hade alldeles för låg kapitalbas för att klara av finanskrisen (ibid.). Då Sverige är ett land som är starkt beroende av export innebär det att Sveriges finansmarknad är starkt integrerad med den globala ekonomin (Öhman & Yazdanfar 2017). Dock skiljer sig de svenska juridiska, reglerande, skatte- och finansinstitut ifrån de andra europeiska länderna samt USA (ibid.). Detta eftersom det svenska finansiella systemet är bankorienterat jämfört med andra länder som exempelvis USA och Storbritannien (Sjögren & Zackrisson 2005). Det innebär att det svenska finansiella systemet har en brist på flexibilitet som skapar en informationsasymmetri på marknaden (Yazdanfar & Öhman 2011).

Denna studie ämnar undersöka stora företag, till skillnad från Yazdanfar, Öhman och Homayoun (2019) som undersökte SME företag. Då Yazdanfar, Öhman och Homayoun (2019) fann att det var kortfristiga skulder bland SME som ökade under finanskrisen 2008–2009. Bakgrunden till varför detta är intressant beror på att större företag har en lägre informationsasymmetri än SME:s (Fama & French 2002). Det innebär således att stora företag har lättare att få långfristiga lån (ibid.), vilket kan innebära att finanskrisen inte påverkade stora företags kapitalstruktur i samma utsträckning som SME:s i Sverige. Dock har tidigare studier från andra länder visat på att stora bolags kapitalstruktur även påverkats av finanskrisen 2007–2008 (Iqbal & Kume 2014; Harrison & Widjaja 2014; Forsberg 2012). Med detta som bakgrund ämnar denna studie undersöka ifall liknande samband föreligger på stora bolag inom Sverige.

1.3. Syfte

Syftet med denna studie är att undersöka hur kapitalstrukturen bland svenska stora företag förändrats med konjunkturcykler samt vilka faktorer som påverkar kapitalstrukturen.

1.4. Forskningsfråga

- Hur påverkas svenska stora bolags kapitalstruktur av konjunkturcykler?

1.5. Avgränsning

Denna studie kommer att avgränsa sig till tidsperioden 2006 till 2011. Tidsperioden 2006 till 2011 valdes ut eftersom det var senaste tiden den globala likväl även den svenska ekonomin var i lågkonjunktur (Riksbanken 2022). Eftersom denna studie ämnar undersöka konjunkturcykler behövs det både en hög- och lågkonjunktur, vilket leder till att denna period valts ut (Konjunkturinstitutet u.åa.).

2. Teoretisk referensram

2.1. Kapitalstruktur

Kapitalstruktur är förhållandet ett företag har mellan eget kapital och skulder, vilket ger en indikation på hur ett företag är finansierat (Hillier et al. 2021, s. 466). Grunden till forskning inom kapitalstruktur lades av Modigliani och Miller (1958; 1963) i deras två studier ”*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*” och ”*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*”. I deras första studie påstod Modigliani och Miller (1958) att kapitalstrukturen i ett företag är irrelevant till företagets värde. Där de påstår att värdet av ett företag som inte är belånat har samma värdering som ett belånat företag. Med detta som bakgrund skapades MM proposition 1. (ibid.)

$$V_U = V_L$$

där: $V_U =$ företagsvärde utan skulder

$V_L =$ företagsvärde med skulder

Figur 1: (MM Proposition 1) Värdet av ett företag med skulder är samma som värdet av ett företag utan skulder (Modigliani & Miller 1958)

Dock har Modigliani och Miller kritiserats för MM proposition 1 eftersom teorin inte tar hänsyn till skatter och därav inte återspeglar verkligheten (Miller 1980). Detta ledde till att Modigliani och Miller (1963) utvecklade MM proposition 2 som tar hänsyn till skatt. Eftersom företag har rättighet till att få skatteavdrag för räntekostnader på företagets skulder, leder detta till att en skattesköld uppstår (Modigliani & Miller 1963). Skatteskölden som uppstår vid belåning ökar alltså företagsvärdet, vilket leder till att valet av kapitalstruktur enligt MM proposition 2 påverkar värdet av ett företag. MM proposition 2 menar även på att en ökad belåning leder till ökad risk för företaget och därav större avkastningskrav på det egna kapitalet, vilket leder till ett högre värde. (ibid.)

$$R_E = R_A + \frac{D}{E} \times (1 - t_c) \times (R_A - R_D)$$

där: R_E = kostnaden för eget kapital

R_A = kostnaden för kapital om endast eget kapital nyttjas

D = Marknadsvärdet på skulder

E = Marknadsvärdet på eget kapital

t_c = Bolagsskatt

$R_D =$ kostnad för skulden

Figur 2: (MM Proposition 2) Värdet av ett belånat företag med bolagsskatt (Modigliani & Miller 1963)

Genom att bryta ner dessa teorier står det tydligt att kapitalstrukturen har en stor påverkan på företagets risker, avkastningskrav och värde (Hillier et al. 2021, s. 510–511). Vidare forskning med framstående teorier som trade-off teorin och pecking order teorin har även tagit upp valet av finansieringsmetod och dess risker (Myers 2001).

2.1.1. Pecking Order Teorin

Pecking order teorin utvecklades av Myers år 1984 och är en av de mest inflytelserikaste teorierna som behandlar företags kapitalstruktur (Frank & Goyal 2003). Enligt Jong, Verbeek och Verwijmeren (2011) utgår pecking order teorin ifrån att företag, på grund av den informationsasymmetri som verkar på marknaden att söka efter intern finansiering före extern finansiering. Ifall det krävs extern finansiering kommer företaget att eftersträva skuldfinansiering tills företagets skuldkvot är uppfylld. Författarna påpekar att endast när dessa finansieringsalternativ är uppfyllda kommer nya aktier att ges ut. (ibid.) Detta påpekar även Frank och Goyal (2003) och utvecklar det till att det finns en tydlig finansieringshierarki att följa när pecking order teorin tillämpas i den verkliga världen. Dessa är enligt Frank och Goyal (2003) samt Jong, Verbeek och Verwijmeren (2011) att använda intern finansiering före externa finansieringsalternativ. En viktig aspekt enligt Myers (1984) är om det råder informationsasymmetri på marknaden, vilket företag kan nyttja vid val av finansieringsalternativ. En bolagsledning som står i val av finansiering kan se till företagets värde för beslut. Författarna utvecklar detta genom att påstå att företag som är högt värderade av marknaden å andra sidan själva värderar sig till ett mindre belopp kan nyttja detta gap. Genom att emittera aktier kan företaget dra nytta av detta gap som skapas genom den informationsasymmetri som råder på marknaden. Om företaget i annat fall anses undervärderat av ledningen kan motsatt förhållande nyttjas genom banklån som finansieringsmetod. (ibid.)

Dock ska det påpekas att pecking order teorin inte är perfekt utan teorin har fått motstå en del kritik (Walthoff-Borm, Schwienbacher & Vanacker 2017). Vilket Frank och Goyal (2003) undersökte och kom fram till att pecking order teorin fungerar bra när teorin inte ska fungera bra och att när teorin ska fungera bra fungerar den dåligt. Ett annat problem som Frank och Goyal (2003) påpekar är att pecking order teorin inte är applicerbar på SME företag då dessa företag enligt deras studie inte följer teorin, detta då eget kapital är viktigare, vilket pecking

order teorin inte påstår. Detta eftersom pecking order teorin påstår att ett företag med hög informationsasymmetri söker efter extern finansiering. (ibid.)

2.1.2. Trade-off Teorin

Fama och French (2002) menar att trade-off teorin motsätter sig pecking order teorins filosofi om valet av kapitalstruktur. Myers (1984) menar att trade-off teorin förklarar att valet av finansieringsmetod inte är relevant för kapitalstrukturen. Kapitalstrukturen är ett fenomen av förhållandet mellan den befintliga risken för konkurs och beskattning av företagets resultat. Alla företag ska därav ha en optimal kapitalstruktur. (ibid.) Fama och French (2002) påpekar att risken för konkurs beskrivs av företagets belåningsgrad och benämns som konkurskostnader, beskattningen beskrivs av skattefördelarna av räntekostnader och belåning. Om skattemässiga fördelar balanseras med konkurskostnader ska jämvikt uppstå, vilket definierar den optimala kapitalstrukturen. Enligt författarna blir således företagets finansieringsmetod irrelevant. Nivån av skuldsättningsgrad beskriver ett företags storlek på skattemässiga fördelar, även kallat skattesköld. Författarna påpekar genom att låna kapital för att generera eget kapital blir kostnaden för lånet en avdragsgill kostnad som minskar företagets resultat före skatt, vilket ger företaget en skattemässig fördel. Denna skattefördel är värdefull för företag, genom ökad belåning ökar även skattefördelar, vilket ökar värdet på företaget. (ibid.)

Fama och French (2002) menar dock att en hög skuldsättningsgrad ger negativa aspekter vid finansiellt obestånd, där risken för konkurs hägrar. Ju högre belåning företaget innehar desto större blir konkurskostnaderna. I tid av finansiella obestånd kan konkurskostnaderna penetrera skatteskölden och således eliminera de positiva effekterna. (ibid.)

Även trade-off teorin har fått motstånd en del kritik vilket lyfts av Abel (2018). Då författaren påpekar att utifrån trade-off teorin bör mer lönsamma företag besitta en högre hävstång för att dra nytta av skatteskölden. Författaren påpekar dock att detta påstående går emot all empiriska fakta då mer lönsamma företag har en lägre hävstång. (ibid.)

2.1.2.1. Agentteorin

Guo et al. (2021) påpekar att pecking order teorin belyser vikten av agentkostnader beroende på finansieringsalternativ. Beroende av finansieringsalternativ uppkommer agentkostnader mellan företagets ledning och dess finansiärer. Med extern finansiering finns risken att

företagets och finansiärernas vilja går isär, som ett resultat uppstår agentkostnader vilket påverkar företagets effektivitet negativt. (ibid.) Jensen (1986) påpekar att en positiv aspekt med extern finansiering är att företagsledningen kan kontrollera utdelningar och återinvesteringar av genererat fritt kassaflöde. Fritt kassaflöde är enligt författarna det överskott som ett företag tillhandahåller efter att ha avsatt de medel som krävs för att finansiera lönsamma projekt. Överskottet kan användas för ytterligare investeringar eller utdelningar till ägarna. Vidare menar författaren att långivarna bär den största risken genom extern finansiering. Företag tenderar således att bli mer riskbenägna eftersom de behåller all potentiell vinst medan de enbart bär en del av risken. I fall som dessa uppstår agentkostnader där företagsledningen och finansiärers intressen går isär. (ibid.)

Agentkostnader är även vanligt förekommande enligt Guo et al. (2021) när företaget och dess medarbetares viljor går isär. Medarbetare tenderar att utföra de prestationer som gynnar deras viljor i högre grad än företagets vilja. Författarna påpekar att genom intern finansiering kan agentkostnader minimeras eftersom de medarbetare som innehar en ägarandel i bolaget delar företagets intressen. (ibid.) När det råder finansiellt obestånd på marknaden blir de tidigare nämnda aspekterna viktigare eftersom företag befinner sig i finansiell stress (Hillier et al. 2021, s. 508–510). Företag vill minimera ytterligare påfrestningar och väljer därav intern finansiering före extern (ibid.).

2.2. Motivering till vald teori

Pecking order teorin kommer att tillämpas för att analysera storbolags kapitalstruktur.

Trade-off teorin har en central roll i företags kapitalstruktur, vilket kommer tillföra viktiga aspekter i analysen. Den informationsasymmetri som råder på marknaden kan användas för att tydliggöra pecking order teorin. Dessa teorier har även tillämpats i de tidigare studierna, dock i en varierande grad. Teorierna tillämpas även för att utforma hypoteserna till regressionsanalysen. Modigliani och Millers propositioner ett och två samt agentteorin tillämpas för att få en övergripande bild över kapitalstruktur och dess funktion samt innebörd, modellerna kommer därav inte att appliceras i analysen.

3. Tidigare studier och hypoteser

3.1. Tidigare studier

Artikeln av Yazdanfar, Öhman och Homayoun (2019) undersökte i sin studie hur kapitalstrukturen i svenska SME-bolag påverkats av finanskrisen mellan 2008–2015. Där författarna delar upp de till två perioder, vilket är under (2008–2009) och efter (2010–2015). För att genomföra undersökningen använde sig författarna av två beroende variabler och fem oberoende variabler. De beroende var ”*STD*” och ”*LTD*” medan de oberoende variablerna var ”*finanskrisen*”, ”*lönsamhet*”, ”*storlek*”, ”*tillgångsstruktur*”, ”*företags bransch*” och ”*tid*”, där tid var en dummyvariabel. Författarna påpekar att resultatet de kom fram till var att medelvärdena och standardavvikelsen varierade mellan de olika branscherna där detaljhandeln hade den högsta. Författarna fortsätter med att påstå att SME företag är tvungna att öka sina kortfristiga skulder för att kompensera för en lägre lönsamhet. När det gäller lönsamhet fann de ett negativt samband med skuldkvoten. Där författarna påpekar att företag under finanskrisen förlitade sig mer på kortfristiga skulder som ett substitut för långfristiga skulder. Författarna fann att oberoendevariabler som påverkade ”*STD*” och ”*LTD*” var ”*finanskrisen*”, ”*lönsamhet*”, ”*storlek*”, ”*tillgångsstruktur*” och ”*företags bransch*”. Överlag fann författarna att företagen förlitar sig mer på kort- och långfristiga skulder under finanskrisen än efter. (ibid.)

Iqbal och Kume (2014) studie ämnade till att undersöka hur besluten kring företags kapitalstruktur påverkats av finanskrisen 2008–2009 i Storbritannien, Tyskland och Frankrike. Undersökningsperioden var från 2006 till 2011 där företagen som valdes ut var börsnoterade på respektive lands aktiemarknad, dock valdes banker och finansiella företag bort. Författarna använde sig av en regressionsanalys där de använde sig av en beroende variabel som var skuldsättningsgrad och tio oberoende variabler. Resultatet studien kom fram till var att för tyska och brittiska företag ökar skuldsättningsgraden före finanskrisen (2006–2007) och även under (2008–2009) medan perioden efter (2010–2011) minskar skuldsättningsgraden. Författarna påpekar även att hävstångsgraden förändras för företagen inom alla tre länder under krisen och under perioden efter krisen. När det gäller de oberoende variablerna pekar författarna ut två som är av intresse och dessa är CD (krisperioden) och POCD (efter krisperioden). Då författarna nämner att dessa koefficienter är positiva vilket tyder på att skuldsättningsgraden är högre under krisperioden än innan och efter. Dock påpekar författarna att skuldsättningsgraden sedan återgår efter krisen till de nivåerna de hade innan krisen. Författarna avslutar med att påstå att finanskrisen överlag hade en stor påverkan på företagens kapitalstruktur. (ibid.)

Studien gjord av Harrison och Widjaja (2014) undersökte hur finanskrisen 2007 påverkat kapitalstrukturen hos amerikanska företag listade på S&P500. Dock uteslöt de alla finansiella bolag då dessa bolag tenderar att ha en högre skuldsättning. Författarna delar upp studien till före och efter finanskrisen. Där perioden före benämner de som 2004 till 2007 och perioden efter benämner de som 2008 till 2011. För att genomföra testet använde Harrison och Widjaja (2014) sig av en regressionsanalys där den beroende variabeln var *"hävstång"* och de oberoende variablerna var *"tillgångsstruktur"*, *"lönsamhet"*, *storlek*, *"marknadsvärdet mot bokförda värdet"* och *"likviditet"*. Resultatet författarna kom fram till är att under perioden 2004 till 2011 påverkas hävstången störst av företagets lönsamhet och tillgångsstruktur. Författarna påpekar att detta går ihop med trade-off teorin då tillgångsstruktur (tillgångsstruktur) fungerar som säkerhet för skulder. De kom även fram till att storlek hade en positiv korrelation på företagets hävstång. Från detta drar författarna slutsatsen att större företag har mer diversifiering i sina intäktsströmmar, vilket leder till att företaget tolererar högre nivåer av hävstångseffekt i kapitalstrukturen. De finner även stöd för pecking order teorin och påpekar att mer lönsamma företag tenderar att ha lägre hävstångsnivåer. De finner även att koefficienterna före finanskrisen alltså perioden 2004 till 2011 är liknande med perioden 2004 till 2007. När det gäller perioden efter finanskrisen fann Harrison och Widjaja (2014) att koefficienten *"lönsamhet"* minskade med 25 procent och även koefficienten *"storlek"*, medan koefficienten *"marknadsvärde mot bokfört värde"* ökade. Utifrån detta drog författarna slutsatsen att finanskrisen påverkade kapitalstrukturen i dessa bolag, där exempelvis lönsamhets koefficienten sjönk vilket tyder på en svagare intern finansiering, vilket går ihop med att koefficienten för marknadsvärdet mot bokförda värdet ökar. Detta tyder på att företagen under krisen föredrar skuldfinansiering. (ibid.)

Forsberg (2012) undersökte kapitalstrukturens förändring i amerikanska stora bolag under perioden 2001–2010 kopplat till finanskrisen. Författaren påpekar att perioden före finanskrisen som enligt artikeln startades 2007 hade belåningsgraden legat på en jämn nivå både för internt och externt kapital i företag. Under finanskrisen visades en tydlig förändring där internt kapital blev mer åtstramat för de risker som framkom. För att undersöka detta använde sig författaren av två beroende variabler och sju oberoende variabler. Där de beroende variablerna var MDR och BDR, där MDR beräknades genom långfristiga räntebärande lån dividerat med marknadsvärdet på företaget. BDR eller skuldsättningsgrad beräknades genom långfristiga räntebärande lån dividerat med totala tillgångar. Genom en regressionsanalys visade det sig att

företagens belåningsgrad ökade under perioden 2006–2008 med 5,5 procent i snitt. 5,1 procent av den ökade belåning var från externt kapital. År 2010 hade effekterna av krisen blivit mer hanterbara och åtstramningarna för internt kapital hade släppt. Som en effekt av detta minskade skuldsättningen av externt kapital och återgick till mönster som visats 2001–2006. I resultatet framgår det att den finansiella krisen påverkat företagens kortsiktiga belåning och kapitalstruktur där mer externt kapital framgår som finansieringsalternativ då det interna kapitalet inte längre är lika lättillgängligt. (ibid.)

I studien gjord av Zeitun, Temimi och Mimouni (2017) undersökte författarna om hur finansiella kriser påverkar företags kapitalstruktur i GCC länder och även om det fanns flertalet aspekter som vägde in. Författarna påpekar att storleken på företaget och dess tillväxtpotential påverkade hur snabbt företagen valde att hitta den optimala skuldsättningsgraden utifrån trade-off teorin. Stora bolag med låg tillväxtpotential tog längre tid på sig att finna den optimala kapitalstrukturen jämfört med bolag som hade hög tillväxtpotential, vilket jämfördes före och efter en finansiell kris. Generellt sett tog det längre tid att hitta en optimal kapitalstruktur efter en kris, vilket motiveras med att företag inte hade lika stort fokus på en optimal belåningsgrad utan valde att granska sina finansieringsalternativ före belåning. Enligt författarna kan de ses som att valet av kapitalstruktur spelar en större roll efter svåra perioder och därav tillämpas pecking order teorins principer bäst efter kriser.

Under perioder av finansiellt obestånd valde företag att belåna sig i högre grad för att överleva kriserna. Artikeln menar även att det inte gick att påvisa någon förändrad effekt av belåning från externt eller internt kapital under finansiella kriser. Vilket ytterligare stärker det tidigare påståendet. (ibid.)

Akhtar (2012) undersökte relationen mellan affärscykler och kapitalstruktur i fyra olika konjunkturfaser, de fyra faserna är topp, åtstramning, botten och expansionsfasen. Författarna påstår att anledningarna till att de fyra olika faserna undersökts är för att de har en relevant betydelse för att förklara de fenomen som uppstått. De beroende variablerna författaren använde för att undersöka skuldsättning var skuldsättningsgraden. Uträckningen för dessa var långfristiga skulder dividerat med totala tillgångar samt långfristiga räntebärande skulder dividerat med företagets aktievärde. De oberoende variablerna var "*storlek*", "*marknad mot bokfört värde*", "*lönsamhet*", "*tillgångsstruktur*" och "*kassaflödes variation*". Det framhävs även att en konjunkturcykel historiskt sett är över flera år, därav behövs så mycket information som möjligt för att kunna undersöka ämnet grundligt. Databaser från USA erbjuder den längsta

tidsramen av dokumenterat värde. Genom regressionsanalys framkom det att olika konjunkturcykler spelar en stor roll för att förklara kapitalstrukturens variationer under olika tidsperioder. (ibid.)

D'amato (2020) undersökte i sin studie SME bolag i Italien mellan 2006–2016 för att se hur deras kapitalstruktur påverkas vid finansiella obestånd. Författaren applicerade trade-off teorin och pecking order teorin för att enklare förklara kapitalstrukturens förändring och dess underliggande betydelse. Studien genomfördes med hjälp av regressionsanalys där författaren utgick ifrån tre beroende variabel totalskuldsättning (D/TA), kortfristiga lån (STD/TA) och långfristiga lån (LTD/TA) samt åtta oberoende variabler. Författaren påpekar att utifrån resultatet framgick det att hastiga negativa förändringar i marknaden gav en negativ påverkan på kapitalstrukturen och dess hävstångseffekt enligt trade-off teorin. SME bolag minskade sin belåning under dessa perioder. Efter perioden tenderade företag att ha en lägre belåning och på så sätt en mindre hävstångseffekt och kortsiktig extern finansiering minskade avsevärt. Att kortfristiga skulder minskade var för att de är mer känsliga mot förändringar än långfristiga skulder. Det framkom även tydligt att de företagen med stor hävstångseffekt före perioden av finansiellt obestånd, alltså högt belånade företag var mer känsliga mot marknadsförändringar än lågt belånade företag. (ibid.)

Mostarac och Petrovic (2013) studie undersökte hur kroatiska företags kapitalstruktur påverkats av finanskrisen 2007–2008. För att genomföra studien använde författarna sig av en regressionsanalys där den beroende variabeln var *"finansiell hävstång"* och fyra oberoende variabler dessa var *"tillgångsstruktur"*, *"lönsamhet"*, *"storlek"* och *"branschrisk"*. Resultatet författarna kom fram till var att koefficienten *"tillgångsstruktur"* hade en hög statistisk signifikant positiv inverkan på företagens finansiella hävstång. Detta tyder på enligt författarna att företag med hög andel materiella tillgångar är mer benägna att skuldsätta sig. När det gäller lönsamhetskoefficienten påpekar författarna att den är negativ vilket tyder på att mer lönsamma företag har en lägre hävstångsnivå. De slutsatser författarna kunde komma fram till utifrån resultatet är att under den finansiella krisen ökade den finansiella hävstången från 34,5 procent (2007) till 35,6 procent (2010). Författarna påpekar att detta skedde på grund av en ökning i kortfristiga lån, vilket ökade med 72,9 procent. (ibid.)

Se bilaga 2 för sammanställning av tidigare studier

3.2. Hypoteser

De hypoteser som ställs upp för denna studie grundar sig i de tidigare studier som lyfts upp. Dessa tidigare studier kommer även att kopplas till de valda teorierna, för att undersöka sambandet och se ifall dessa stämmer överens. De företagsspecifika variabler som valts ut grundar sig ur Harrison och Widjaja (2014) samt Iqbal och Kumes (2014) studier som genomfördes på stora bolag likt denna studie. Dessa variabler används även i stor utsträckning av de andra studierna (Yazdanfar, Öhman & Homayoun 2019; Akhtar 2012; D'Amato 2020; Forsberg 2012; Zaitun, Temimi & Mimouni 2017).

3.2.1. Storlek

Utifrån pecking order teorin bör det föreligga ett negativt samband mellan storlek och skuldsättning. Anledningen till detta påpekar Frank och Goyal (2009) är att större företag funnits en längre tid, vilket innebär att de har kunnat spara tidigare vinster. Detta innebär alltså att större företag enligt pecking order teorin utifrån Frank och Goyal (2009) föredrar intern finansiering före extern. Stora företag har även färre problem med informationsasymmetri vilket sänker kostnaderna för eget kapital (Rajan & Zingales 1995). Detta innebär att stora företag kommer att använda eget kapital för finansieringsverksamheten (ibid.). Eftersom större företag har en tendens att ta vara på skatteskölden som uppstår påpekar även trade-off teorin att ett positivt samband föreligger med företagets skuldsättning (Frank & Goyal 2003). Detta då större företag i större utsträckning är mer lönsamma, vilket enligt trade-off teorin innebär att dessa företag bör inneha en högre skuldsättning (ibid.).

H0a: Det går ej att påvisa ett samband mellan företagets storlek och skuldsättningsgraden

H1b: Det går att påvisa ett samband mellan företagets storlek och skuldsättningsgraden

Harrison och Widjaja (2014) fann att innan krisen fanns det ett positivt samband mellan företagets storlek och skuldsättningsgrad, dock fann författarna att efter krisen fanns det ett negativt samband. Enligt författarna berodde detta på att kreditinstituten granskade företagen hårdare än innan (ibid.). Detta resultat indikerar på det påståendet från Frank och Goyal (2009) att större företag föredrar intern finansiering.

D'Amato (2020) och Akhtar (2012) fann att det fanns ett positivt samband mellan storlek och företagets skuldsättningsgrad. Detta resultat stöds även av Harrison och Wadjaja (2014) samt

Mostrac och Petrovic (2013) som kom fram till att storlek har en positiv påverkan på skuldsättningsgraden. Medan Yazdanfar, Öhman och Homayoun (2019) fann att storlek har ett positivt samband med kortfristiga skulder dock ett negativt samband med långfristiga skulder. Dessa resultat går i linje med det som trade-off teorin påstår.

3.2.2. Lönsamhet

Pecking order teorin utgår ifrån att det råder en informationsasymmetri på marknaden vilket innebär att mer lönsamma företag kommer att vända sig till intern finansiering (Jong, Verbeek & Verwijmeren 2011). Detta innebär att enligt pecking order teorin kommer det vara ett negativt samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgraden, då ju större internt kapital ett företag har desto mindre behov har de av externt kapital (Fama & French 2002). Detta motsätter sig dock trade-off teorin som menar på att kapitalstrukturen är ett fenomen mellan den befintliga risken för konkurs och beskattning av företagets resultat (Myers 1984). Detta innebär att ju mer lönsamt ett företag är desto mer skulder bör de ha för att minska beskattningen (Myers 1984; Fama & Frenchs 2002). Detta tyder på att lönsamhet bör ha ett positivt samband med skuldsättningsgraden.

H0b: Det går ej att påvisa ett samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgraden

H1b: Det går att påvisa ett samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgraden

Studien av Yazdanfar, Öhman & Homayoun (2019) fann ett negativt samband mellan lönsamhet och kort- och långfristiga skulder. Detta resultat kom även Harrison och Wadjaja (2014) samt Forsberg (2012) fram till att lönsamhet har ett negativt samband på hävstångseffekten. Detta stöds även av Akhtar (2012) och D'Amato (2020) som även fann att lönsamhet har ett negativt samband med skuldsättningsgraden. Dessa resultat stödjer pecking order teorin om att mer lönsamma företag har en lägre skuldsättningsgrad.

Dock har vissa andra studier fått annat resultat där Iqbal och Kume (2014) fann ett positivt samband mellan kapitalstrukturen och lönsamhet för Frankrike dock ett negativt samband för länderna Tyskland och England. Detta resultat stödjer alltså delvis trade-off teorin.

3.2.3. Tillgångsstruktur

Enligt Walthoff-Born, Schwienbacher och Vanacker (2017) har företag med mycket immateriella tillgångar eller få materiella tillgångar svårt att få lån från kreditinstitut.

Anledningen till detta är den informationsasymmetri som verkar på marknaden, vilket innebär att immateriella tillgångar är svårare att värdesätta än materiella. Författarna påpekar att orsaken till detta är att låneinstitutet föredrar säkerheter vid långivning. Vilket innebär att företag med mer säkerheter (materiella tillgångar) kommer vara mer benägna att få lån. (ibid.) Företag med fler materiella tillgångar bör således ha en högre skuldsättningsgrad (Charalambakis & Psychoyios 2012). Utifrån detta bör det enligt trade-off teorin finnas ett positivt samband mellan tillgångsstrukturen och skuldsättningsgraden (Harris & Raviv 1991). Anledningen till detta är att företag med fler materiella tillgångar minskar risken för konkurs, även att företaget kan skuldsätta sig i större utsträckning (ibid.). Högre skuldsättning leder till en lägre beskattning av resultatet, vilket är anledningen till att företag skuldsätter sig enligt trade-off teorin (ibid.). Utifrån pecking order teorin bör det dock finnas ett negativt samband mellan tillgångsstrukturen och skuldsättningsgraden eftersom detta minskar informationsasymmetrin (Frank & Goyal 2003). Detta innebär att företag med mycket materiella tillgångar föredrar eget kapital för finansiering (ibid.). Dock påpekar Harris och Raviv (1991) att företag med få materiella tillgångar skulle ha större asymmetriska informationsproblem. Således kommer företag med få materiella tillgångar att ackumulera mer skulder över tid och bli mer belånade (ibid.)

H0c: Det går ej att påvisa ett samband mellan tillgångsstruktur och skuldsättningsgraden

H1c: Det går att påvisa ett samband mellan tillgångsstruktur och skuldsättningsgraden

Mostarac och Petrovic (2013) samt Harrison och Widjaja (2014) fann ett positivt samband mellan tillgångsstrukturen och skuldsättningsgrad. Dessa resultat stöds även av Iqbal och Kume (2014) och Forsberg (2012). Medan Yazdanfar, Öhman och Homayoun (2019) fann att tillgångsstrukturen har ett positivt samband med långfristiga skulder, dock ett negativt samband med kortfristiga skulder. Detta tyder på att företag med högre andel materiella tillgångar är mer benägna att skuldsätta sig, vilket går i linje med pecking order teorin samt trade-off teorin (Frank & Goyal 2003; Myers 1984).

D'Amato (2020) fann i sin undersökning ett negativt samband mellan tillgångsstrukturen och skuldsättningsgraden för den totala skuldsättningsgraden och långfristiga skulder, där företag med mer materiella tillgångar innehar lägre skulder. Dock fann studien att långfristiga skulder påverkades positivt av tillgångsstrukturen (ibid.). Detta stödjer det som Harris och Raviv (1991) påpekar utifrån pecking order teorin. Vilket är att företag med högre antal materiella tillgångar har en lägre skuldsättningsgrad (ibid.)

3.2.4. Finanskrisen

Finanskrisen 2008–2009 påverkade den finansiella marknaden på flera sätt (Almedia et al. 2012). En av effekterna av detta var att informationsasymmetrin ökade på marknaden då kreditinstitut var obenägna att ge ut lån (Fosu et al. 2016). Utifrån pecking order teorin bör alltså finanskrisen ha ett positivt samband med skuldsättningsgraden (Frank & Goyal 2009). Detta då informationsasymmetrin ökar på marknaden kommer fler företag att söka efter extern finansiering (ibid.). Detta ihop med att vinsterna minskar vilket leder till att företag kommer ha mindre intern finansiering (Almedia et al. 2012). Utifrån trade-off teorin bör således skulderna minska då företag med större vinst bör ha en högre skuldsättning (Zaitun, Temimi & Mimouni 2017). Eftersom vinsterna minskade under finanskrisen bör alltså skuldsättningen minska (Tapia Granados 2012).

H0d: Det går ej att påvisa ett samband mellan finanskrisen och skuldsättningsgraden

H1d: Det går att påvisa ett samband mellan finanskrisen och skuldsättningsgraden

I studien gjord av Yazdanfar, Öhman & Homayoun (2019) fann de att finanskrisen hade ett positivt samband med kortfristiga- och långfristiga skulder, vilket tyder på att företag under krisen har en högre skuldsättningsgrad. Liknande resultat har även Iqbal och Kume (2014), Harrison och Widjaja (2014) samt Forsberg (2012) kommit fram till i sina studier, vilket är att företag ökar sin hävstång under finanskrisen, detta går i linje med pecking order teorin.

Majoriteten av de tidigare studier har funnit ett positivt samband, dock finns det även studier som funnit ett negativt samband mellan finanskrisen och skuldsättningsgrad. En av dessa är Balios et al. (2016) samt D'Amato (2020) som fann att skuldsättningsgraden inte förändrades under finanskrisen.

OBEROENDE VARIABELN	FÖRVÄNTAD SAMBAND MED BEROENDE VARIABELN
STORLEK	+
LÖNSAMHET	-
TILLGÅNGSSTRUKTUR	+
FINANSKRISEN	+

Figur 3: Förväntat samband mellan den beroenden variabeln och de oberoende: där + är positivt samband och – är negativt samband

4. Metod

4.1. Forskningsstrategi

Inom forskning finns det två huvudforskningsstrategier, vilka är kvalitativ- och kvantitativ ansats (Bryman & Bell 2017, s. 58). En kvalitativ ansats appliceras bäst enligt Lakshman et al. (2000) när den relevanta variabeln inte är uppenbar eller när antalet observationer är otillräckliga för att genomföra en statistik analys. Vidare förklarar Eliasson (2018, s. 21) att en kvalitativ studie har ett större fokus på ord än siffror. En kvantitativ ansats appliceras bäst när studien ämnar undersöka effekten av specifika omständigheter vilket är den beroende variabeln, utifrån omständigheter från de oberoende variablerna (Lakshman et al. 2000). Denna studie applicerade en kvantitativ ansats då studien ämnade undersöka hur svenska storföretags kapitalstruktur påverkades av finanskrisen 2008–2009. En kvantitativ forskningsdesign bör enligt Denscombe (2018, s. 23–25) samt Eliasson (2018, s. 21) tillämpas när siffror används för analys av specifika variabler. I studien observerades numeriska siffror under en observationsperiod på sex år, denna period delades upp i fyra tidsintervall vilket grundar sig i studien av Iqbal och Kume (2014). Det första intervallet är 2006–2007 som enligt Iqbal och Kume (2014) definieras som tiden före finanskrisen. Det andra intervallet är 2008–2009 och speglar tiden under finansiella krisen med fallande BNP och en högst närvarande kris. Det tredje intervallet 2010–2011 återspeglar tiden efter krisen. Det fjärde intervallet är den totala tidsperioden vilket är 2006–2011. (ibid.) Enligt Denscombe (2018, s. 23) gynnas en studie av en kvantitativ ansats när en stor mängd numeriska data undersöks. Då denna studie undersökte en stor mängd numeriska data bör alltså en kvantitativ ansats föredras. Tidigare forskning inom samma ämne har även tillämpat en kvantitativ forskningsdesign (Yazdanfar, Öhman & Homyoun 2019; Harrison & Widjaja 2014; Iqbal & Kume 2014; Forsberg 2012), vilket styrker valet av en kvantitativ ansats, därav kommer även denna studie att göra detta. Efter datainsamling genomfördes en analys av empirin, vilket enligt Denscombe (2018, s. 23) kännetecknas av en kvantitativ forskning jämfört med kvalitativ forskning som tenderar att analysera empirin under datainsamlingen.

4.1.1. Forskningsdesign

När det gäller forskningsdesign finns det fem olika typer som kan tillämpas vilket är experimentell design, tvärsnittsdesign, longitudinell design, fallstudiedesign och komparativ design (Bryman & Bell 2017, s. 81). Forskningsdesignen som tillämpades i denna studie är en tvärsnittsdesign. Enligt Bryman och Bell (2017, s. 81) bör en tvärsnittsdesign tillämpas när fler

än ett fall under en viss tidpunkt med fler än en variabel kommer att undersökas, för att sedan undersöka ifall det går att hitta ett sambandsmönster. Då denna studie undersökte fler än ett företag kommer alltså fler än ett fall att undersökas. Dessa företag undersöktes under en viss tidpunkt vilket är 2006 till 2011, där denna studie tillämpade fem oberoende variabler för att undersöka och ge svar på forskningsfrågan. Således bör en tvärsnittsdesign tillämpas bäst för denna studie.

4.1.2. Vetenskapssyn och Vetenskaplig ansats

Den vetenskapliga ansatsen som tillämpas i denna studie är positivism. Enligt Denscombe (2018, s. 26) kännetecknas en positivistisk vetenskapssyn av kvantitativa data och statistik. Inom positivismen ligger fokus på siffror och fakta som har en relation till de fenomen som uppstår i en social värld (ibid.), vilket ytterligare stärker studiens koppling till positivism. Med detta som bakgrund anser författarna att en positivistisk vetenskapssyn appliceras bäst på denna studie. Vidare menar Denscombe (2018, s. 26) att om syftet med en studie är att återge en verklighet med generaliserbarhet bör en positivistisk vetenskapssyn tillämpas. Då denna studie har som syfte att undersöka hur stora företags kapitalstruktur påverkats av finanskrisen 2008–2009, där resultatet som framkommer generaliseras, styrks kopplingen till positivism.

Den vetenskapliga ansatsen studien utgår ifrån är en deduktiv ansats. Detta eftersom hypoteser tillämpas med hjälp från teorierna och analyseras genom den insamlade empirin. Dessa utfall översätts och presenteras i operationella termer, vilket enligt Bryman och Bell (2017, s. 43) samt Patel och Davidsson (2019, s. 26) följer en deduktiv ansats. Vidare är en deduktiv ansats motiverad av att det empiriska materialet tolkas utifrån tidigare forskning och teorier (Bryman & Bell 2017, s. 58). Enligt Patel och Davidsson (2019, s. 27) stärks objektiviteten i en studie genom att använda ett deduktivt arbetssätt. Anledningen till detta är att studiens utgångspunkt redan tas från tidigare studier och beprövade teorier (ibid.). Studien utgår ifrån en kvantitativ forskningsprocess och ur ett deduktivt synsätt för att ställa upp samt formulera hypoteserna och därefter testa dem.

4.2. Studiens genomförande

Studien har sitt ursprung från tidigare studier som genom deras forskningsområden väckte ett intresse för vidare forskning inom kapitalstruktur. Därefter utformades ett syfte som en utgångspunkt för studiens genomförande. Tidigare studier presenterade resultat som tydde på differenser mellan SME bolag och stora bolag i flertalet europeiska länder. En studie av

Yazdanfar Öhman och Homayoun (2019) undersökte svenska SME bolag vilket gav en indikation på att kapitalstrukturens förändringsmönster utifrån tidigare studier även råder på den svenska marknaden. Det fanns ingen tidigare forskning som kunde identifieras om stora bolag i Sverige och hur deras kapitalstruktur förändras i relation till SME: s. Detta låg till grund för studiens undersökning av stora bolags kapitalstruktur. Under problematiseringen togs inspiration från tidigare studier för att hitta relevanta teorier och inhämta kunskap. Teorierna som appliceras har genomgående en central roll i tidigare studier och hjälper denna studie att nå sitt syfte. Vidare utformades hypoteser utifrån teorierna samt tidigare forskning för att sedan testas i regressionsanalysen.

4.3. Datainsamling

Denna studie använde sekundärdata för att svara på studiens forskningsfrågor. Detta innebär enligt Skärvad och Lundahl (2016, s. 157) att den data som används redan är dokumenterad om ett visst fenomen eller en viss frågeställning. Detta då den data som används är i form av årsredovisningar, vetenskapliga artiklar, kurslitteratur och online källor, vilket anses som sekundärdata enligt Skärvad och Lundahl (2016, s. 157).

För att genomföra regressionsanalysen hämtades årsredovisningarna ifrån Retriever Business, som författarna till denna studie hade tillgång till genom Södertörns Högskolas bibliotek. Anledningen till att Retriever Business nyttjades berodde på tillgängligheten samt att flera årsredovisningar kunde hämtas samtidigt, även funktionen för att filtrera enklare bland data. För att få fram relevanta årsredovisningar som passade in på studiens kriterier användes Retriever Business filtreringsfunktion. Filtringen som användes var företag aktiva före 2006 med en omsättning över 500 miljoner samt fler än 250 anställda. Med dessa kriterier väljs endast aktiebolag ut där studien även valde att filtrera bort banker och finansbolag. De valda posterna som laddades ner var *omsättning*, *rörelseresultat*, *långfristiga skulder*, *totala tillgångar* och *materiella tillgångar*. Dessa kriterier valdes utifrån studiens urval vilket genererade ett antal av 1201 företag. Dock fanns det ett problem med detta, då företag som exempelvis hade en omsättning över 500 miljoner år 2011 däremot en omsättning under 500 miljoner år 2006–2010 kom med. För att rätta till detta överfördes alla 1201 företag in på Excel där sedan företagen som haft ett snitt under 500 miljoner i omsättning mellan 2006–2011 eliminerades. Detta ledde till att endast 952 företag fanns kvar, utifrån dessa företag genomfördes ett slumpmässigt urval.

Den sekundärdata som samlats in från tidigare forskning inom samma område användes för att hämta inspiration utifrån dess genomförande för att få idéer till hypoteser, teorier och även vilken metod som använts. De vetenskapliga artiklarna som använts hittades mestadels genom SöderScholar där de huvudsakliga sökorden varit "*Capital Structure*", "*Business Cycles*", "*Recession*", "*Boom*", "*Pecking order theory*", "*Trade-off Theory*" och "*Sweden*". Författarna till denna studie har även undersökt referenserna i de vetenskapliga artiklarna för att få mer relevant forskning. Utöver detta har även Google Scholar och Scopus nyttjas då alla artiklar inte funnits på SöderScholar. För att hitta legitima artiklar har funktionen peer-reviewed på SöderScholar samt Scopus tillämpats, vilket höjer trovärdigheten för källan enligt Eliasson (2018, s. 180). Anledningen till detta är att dessa källor är granskade av oberoende experter vilket leder till att artiklarnas innehåll håller en hög vetenskaplig standard (ibid.). Dock finns inte denna funktion på Google Scholar, vilket har lett till att Ulrichweb utnyttjats för att bekräfta legitimiteten på de vetenskapliga artiklarna som hittats på Google Scholar.

4.4. Urval

Urvalet i denna studie utgår ifrån stora bolag baserade i Sverige under tidsperioden 2006 till 2011. I denna studie definieras stora företag utifrån European Commission (u.å.) definition av stora företag, vilka är företag med en omsättning över 500 miljoner kronor samt över 250 anställda. Denna studie utgick ifrån företagens genomsnittliga omsättning under tidsperioden 2006 till 2011 vilket även är en avgränsning i studien. Det gjordes eftersom en del företag haft en omsättning över 500 miljoner samtliga år förutom ett vilket i sin tur ledde till att denna studie ej uteslöt dessa. Studien valde att avgränsa sig till perioden 2006 till 2011 för att kunna dela upp studien till innan, under och efter finanskrisen. Ytterligare avgränsningar som gjordes var att utesluta finansbolag noterade på respektive marknad eftersom dessa företag har en högre skuldsättningsgrad än icke finansiella företag (Harrison & Widjaja 2014). Även Iqbal och Kume (2014) samt Harrison och Widjaja (2014) valde att utesluta finansiella bolag vilket stärker detta åtagande. Enligt Harrison och Widjaja (2014) samt Iqbal och Kume (2014) är anledningen till att finansiella företag sorteras bort är för att dessa företag har en högre skuldsättningsgrad vilket skulle kunna leda till att resultatet ger en missvisande bild. Vidare uteslöts bolag som ej varit aktiva under något av åren i observationsperioden. De företag som valdes ut är därav strategiskt utvalda för att minska risken för anomalier. Stickprovet uppgick till 400 företag (se bilaga 1 för företagen), vilka valts ut genom ett slumpvalsprogram, vilket enligt Patel och Davidson (2019, s. 76) och Eliasson (2018, s. 158–159) ger lika förutsättningar för alla bolag i populationen att bli valda. Anledningen till att stickprovet valdes till 400 bolag

grundar sig i Eliasson (2018, s. 72–73) som menar att ett större stickprov än 10% av populationen minskar felmarginalen. Populationen i studien uppgår till 952 företag vilket ger ett stickprov som utgör 42% av populationen. Vilket utifrån Eliassons (2018, s. 73) beskrivning är till fördel för studien som tidigare nämnt, även för att stickprovet utgör fler än 30 företag vilket även minskar felmarginalen. Vid användningen av ett slumpmässigt urval blir urvalet representativt och höjer på så vis generaliserbarheten (Denscombe 2018, s. 61).

Land	Sverige
Antal anställda	>249
Omsättning	≥500 milj. Kr
Tidsperiod	2006–2011
Status	Aktiva bolag
Bransch	Alla icke finansiella företag

Figur 4: Urvalsram

4.4.1. Bortfall

I en kvantitativ studie finns det en risk att det sker bortfall utifrån stickprovet, vilket innebär att den specifika data ej går att använda (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen 2018, s. 108; Eliasson 2018, s. 151). Bortfallet i denna studie företräds av de företag som ej kunde uppvisa data för ett eller flera år. Då denna studie har åren 2006–2011 som undersökningsperiod förekom det bortfall på företag som ej kunde uppvisa data under något av dessa år. De företag som eliminerades var alltså företag som ej kunde uppvisa data för *omsättning, rörelseresultat, långfristiga skulder, totala tillgångar* och *materiella tillgångar*. Detta ledde till att studien eliminerade 17 företag som ej uppvisade komplett data, vilket ledde till att antalet observationer uppgick till 383 företag.

4.5. Beroende Variabel och Oberoende Variabler

Vid valet av den beroende variabeln utgår denna studie ifrån Harrisons och Widjajas (2014) definition. Detta eftersom studiens syfte är att pröva om det finns någon förändring inom bolagens kapitalstruktur under den givna perioden blir således valet av den beroende variabeln, skuldsättningsgrad. Denna beroende variabel har även tillämpats i tidigare studier kring samma ämne (Harrison & Widjaja 2014; Iqbal & Kume 2014).

När det gäller de oberoende variablerna är även dessa uttagna från tidigare studier (Harrison & Widjaja 2014; Iqbal & Kume 2014; Yazdanfar, Öhman & Homayoun 2019). Denna studie utgår huvudsakligen ifrån Harrison och Widjajas (2014) definition av de oberoende variablerna. De oberoende variabler som valts ut är företagets storlek, lönsamhet, tillgångsstruktur och om det skett någon förändring i kapitalstrukturen under finanskrisen. Dessa används för att testa hypoteserna samt att undersöka vad som påverkar skuldsättningen.

4.5.1. Beroende variabel

För att undersöka ifall kapitalstrukturen förändras har denna studie likt de tidigare applicerat skuldsättning som den beroende variabeln. Dock finns det flertalet olika definitioner på hur skuldsättning för ett företag beräknas. Ett av de vanligaste sätten är att ta totala skulder dividerat på totala tillgångar vilket exempelvis Iqbal och Kume (2014) använder sig av. Det finns dock vissa som motsätter sig denna definition, där Harrison och Widjaja (2014) och Forsberg (2012) är några av dessa. Anledningen till detta är att användningen av totala skulder i kvoten blir missvisande då det enligt författarna endast är de långfristiga räntebärande skulderna som används i finansieringsverksamheten av företag (ibid.). Denna studie tillämpar Harrison och Widjajas (2014) samt Forsbergs (2012) definition som nämnts ovan av skuldsättning därav är den beroende variabeln:

$$\text{Skuldsättning} = \text{Långfristiga Räntebärande Lån} / \text{Totala Tillgångar}$$

4.5.2. Oberoende variabler

De fyra oberoende variablerna utgår huvudsakligen ifrån Harrison och Widjaja (2014), även ifrån studierna av Yazdanfar, Öhman och Homayoun (2019) samt Iqbal och Kume (2014).

Företagets storlek

Företagets storlek går att räkna ut på olika sätt. Denna studie kommer att utgå ifrån Harrison och Widjajas (2014) uträkning vilket är:

$$\text{Företagets storlek} = \text{Logaritmen för omsättningen}$$

Lönsamhet

När det gäller den oberoende variabeln lönsamhet har tidigare studier räknat ut de på två olika sätt. Denna studie har valt att utgå ifrån Harrison och Widjajas (2014) uträkning, även Iqbal

och Kume (2014) gjorde på liknande vis, samt att bägge dessa studier undersökte större företag vilket även denna studie gör.

$$\text{Lönsamhet} = \text{EBIT} / \text{Totala Tillgångar}$$

Tillgångsstruktur

Tillgångsstruktur räknas ut på samma tillvägagångssätt som tidigare studier av Yazdanfar, Öhman och Homayoun (2019) samt Harrison och Widjaja (2014).

$$\text{Tillgångsstruktur} = \text{Materiella Tillgångar} / \text{Totala Tillgångar}$$

4.5.3. Dummyvariabel

Vid genomförandet av en regressionsanalys går det att tillämpa dummyvariabler för data som saknar mätningsegenskaper (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen 2018, s. 320). Då denna studie ämnar undersöka hur finanskrisen påverkade kapitalstrukturen tillämpas två dummyvariabler. Detta då finanskrisen saknar mätningsegenskaper krävs det att denna bildas om till en dummyvariabel för att kunna ingå i regressionsanalysen. För att skapa den första dummyvariabeln sätts före finanskrisen (2006–2007) som referenskategori. Kodningen skedde genom att företag som haft en högre skuldsättning från 2006–2007 till 2008–2009 fick en etta medan företag som haft en lägre skuldsättning fick en nolla. Den andra dummyvariabeln som tillhör den totala observationsperioden (2006–2011) hade perioden under finanskrisen som referenskategori, där företag med en skuldsättning lägre under den totala perioden kodades till en etta och företag med en högre skuldsättning kodades till en nolla.

4.6. Bearbetning av data

Studien tillämpar fyra multipla regressionsanalyser för att kunna analysera den beroende variabeln och de oberoende variablerna. Anledningen till att en regressionsanalys tillämpades är för att denna metod fungerar effektivast för att undersöka ifall den beroende variabeln påverkas av de eller den oberoende variabeln (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen 2018, s. 320). Där ett krav är att den beroende variabeln är kvantifierbar (ibid.), vilket den är i denna studie. Tidigare studier kring samma ämne tillämpar även multipla regressionsanalyser (Harrison & Widjaja 2014; Ibal & Kume 2014; Yazdanfar, Öhman och Homayoun 2019), detta ger belägg för att tillämpa en även i denna studie. Det tillämpas även en univariat analys samt en bivariat

analys vilket även tillämpas i studierna av Harrison och Widjaja (2014), Yazdanfar, Öhman och Homayoun (2019) och Iqbal och Kume (2014).

4.6.1. Univariat analys

Univariat analys tillämpas för att kunna beskriva variationen och egenskaperna hos en variabel (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen 2018, s. 39). Detta kännetecknas genom att söka efter information om variabelns fördelning, centraltendens och spridning (ibid.). För denna studie tillämpas det ett fördelningsmått, fyra centralmått och ett spridningsmått. Det fördelningsmått som kommer att tillämpas är antalet observationer. Enligt Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen (2018, s. 40) talar detta om hur många observationer en studie har för varje variabel och om dessa är jämna. De fyra centralmått som tillämpas är medelvärde, median samt största och minsta värdet, där dessa värden enligt Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen (2018, s. 40) anger tyngdpunkten eller centraltendensen i fördelningen. När det gäller spridningsmått tillämpas standardavvikelsen vilket enligt Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen (2018, s. 40) är det viktigaste spridningsmättet att tillämpa. Enligt Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen (2018, s. 40) anger dessa mått hur väl samlade observationerna är kring fördelningssynpunkt. En univariat analys har även tillämpats i tidigare studier vilket även stärker argumentet för att tillämpa en i denna studie (Harrison & Widjaja 2014; Iqbal & Kume 2014; Yazdanfar, Öhman & Homayoun 2019). Formlerna för medelvärdet, medianen och standardavvikelsen presenteras nedan.

$$\text{Formel Medelvärde: } \bar{x} = \frac{x_1 + x_2 + \dots + x_n}{n}$$

Figur 5: Där \bar{x} är medelvärde, x är värdet på variabeln, n är antalet observationer (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen 2018, s. 383)

$$\text{Formel Median: } \frac{(n+1)}{2}$$

Figur 6: Där N är antal observationer (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen 2018, s. 49)

$$\text{Formel Standardavvikelse: } s = \sqrt{\frac{\sum(x_i - m)^2}{n-1}}$$

Figur 7: Där n är antalet observationer, x_i är värdet på variabeln x för observation n , m är medelvärdet, (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen 2018, s. 65)

4.6.2. Bivariat analys

I en bivariat analys studeras sambandet (korrelationen) mellan två variabler, likväl även den eventuella orsaksrelationen dessa kan avspegla (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen 2018, s. 137; Denscombe 2018, s. 365). Anledningen till att en bivariat analys tillämpas är enligt Djurfeldt och Barmark (2009, s. 33) att en bivariat analys bör genomföras innan en studie genomförs

multipla regressionsanalysen. Anledningen till detta är för att undersöka ifall multikollinearitet förekommer (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen 2018, s. 364; 366). Om en för hög multikollinearitet förekommer påverkar variablerna varandras beta-koefficienter vilket kan leda till ett felaktigt resultat (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen 2018, s. 366). I denna studie kommer det högsta tillåtna parvisa korrelationen vara 0,8 för att undvika multikorrelation. Anledningen till att 0,8 tillämpades för den högsta tillåtna parvisa korrelationen grundar sig i att Harrison och Widjajas (2014) studie där även de tillämpade denna gräns. Indelningen för korrelationsmatrisen i denna studie kommer att vara samma som de undersökta perioderna vilka är 2006–2007, 2008–2009, 2010–2011 samt 2006–2011.

4.6.3. Multipel regressionsanalys

Då denna studie, som tidigare nämnts, använder sig av fler än två oberoende variabler för att undersöka sambandet med den beroende variabeln tillämpas en multipel regression. Detta då det enligt Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen (2018, s. 269) är att föredra när fler än två oberoende variabler tillämpas. En multipel regression används för att identifiera mönster, relationer och samband mellan flera variabler. Då regressionsanalysen mäter hur mycket av variansen i den beroende variabeln även kallat Y påverkas av de oberoende variablerna även kallats X. (ibid.) Detta mäts genom determinationskoefficienten som förkortas R^2 , detta beskriver prediktionsförmågan mellan de olika variablerna (ibid. s. 160). Determinationskoefficienten påvisar alltså andelen av variationen i Y som kan förklaras med X (ibid.). Ett signifikant R^2 i en multipel regressionsanalys som denna studie tillämpar indikerar på att en eller flera av betakoefficienterna är signifikanta (ibid. s. 262). I denna studie tillämpas en signifikansnivå på 95 procent vilket innebär att resultatet är statistisk säkerställt utifrån ett sannolikhetsperspektiv (ibid. s. 233). Bakgrunden till att en 95 procentig signifikansnivå valts grundar sig Harrison och Widjajas (2014) studie då de tillämpade en signifikansnivå på 95 procent. För att kunna utläsa signifikansnivån i en regressionsanalys är det p-värdet för varje enskild oberoende variabel som studeras (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen 2018, s. 186). Detta innebär ifall ett p-värde är under 0,05 kan en studie med 95 procentig statistisk signifikansnivå förkasta H_0 vilket innebär att Y:s varians påverkas av X (ibid.). Formeln ställs upp på följande sätt:

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

Figur 8: Formeln för en multipel regressionsanalys (Djurfeldt, Larsson & Stjärnhagen 2018, s. 331)

Studien genomförde fyra multipla regressionsanalyser, där det genomfördes en för varje period för att kunna utläsa skillnader i vad som påverkar skuldsättningen. Det genomfördes även en regressionsanalys för den totala perioden för att ge en överblick hur det påverkades, detta genomfördes även av Iqbal och Kume (2014) i sin studie. Formlerna för den multipla regressionen går att utläsa i figur nio och tio, där formel ett användes för perioderna 2008–2009 och 2006–2011 och formel 2 användes för 2005–2006 och 2010–2011.

Formel 1: $SK_{it} = \alpha + \beta 1STO_{it} + \beta 2LÖN_{it} + \beta 3TS_{it} + \beta 4DK_{it} + \varepsilon_{it}$

Formel 2: $SK_{it} = \alpha + \beta 1STO_{it} + \beta 2LÖN_{it} + \beta 3TS_{it} + \varepsilon_{it}$

SK= Skuldsättningsgrad

α= Skärning

STO= Storlek

i= Företagsobservation

LÖN= Lönsamhet

t= Tidsperiod

TS= Tillgångsstruktur

ε= Felterm

DK= Dummyvariabel för krisperioden

Figur 9 och 10: Formeln för multiregressionsanalysen

4.7. Studiens kvalitet

Kvaliteten i denna studie mäts utifrån två kvalitetsmått och dessa är reliabilitet samt validitet. Dessa tillämpas av den anledning då det enligt Bryman och Bell (2018, s. 68) är de mest väsentliga kvalitetsmåten för en kvantitativ studie.

4.7.1. Reliabilitet

Enligt Bryman och Bell (2017, s. 68) är reliabilitet ett kvalitetsmått som mäter huruvida tillförlitlig en studie är. Enligt författarna är i synnerhet reliabilitet ett centralt kvalitetsmått inom kvantitativ undersökning eftersom det ligger i forskningsgruppens intresse att se till att studiens utfall är stabilt. För att nå en hög stabilitet påpekar författaren att undersökningen inte

ska ha fluktuerande resultat eftersom det kan indikera på att studien inte mäter vad syftet ämnar undersöka. (ibid.) Studien har genomgående ett beskrivande tillvägagångsätt, vilket ökar tillförlitligheten enligt Eliasson (2018, s. 15) samt att databasen Retriever Business som används är tillgänglig för alla med prenumeration. Nyckeltalen har även beräknats separat av författarna, detta har gjorts för att minska de mänskliga felen. Då nyckeltalen blev samma för båda författarna anses detta höja reliabiliteten, anledningen till detta är enligt Eliasson (2018, s. 15–16) att felmarginalen minskar för mänskliga fel. Data hämtad från Retriever Business granskades flertalet gånger under studiens gång, då mänskliga faktorer kan påverka data. Vidare menar Eliasson (2018, s. 15) att det är av stor vikt att variablerna mäts genom flera olika tillvägagångsätt vilket denna studie tagit hänsyn till genom bivariat analys, univariat analys samt en multipel regressionsanalys.

4.7.2. Validitet

Denscombe (2018, s. 386) menar att validitet används för att mäta studiens relevans, noggrannhet och precision i insamlade data. Dessa mått överläggs genom tre faktorer intern validitet, begreppsvaliditet och extern validitet. Den interna validiteten belyser huruvida empirin har en direkt relevans för studiens undersökning. (ibid.) Vidare menar Denscombe (2018, s. 387) att det är av stor vikt att empirin hanteras varsamt och struktureras tydligt för att minimera risken för administrativa fel. Då studien har utgått från tidigare forskning gällande uträkningen av variablerna är den interna validiteten hög. Anledningen till detta är att dessa uträkningar är testade och accepterade av andra forskare, det innebär att insamlingen av data har relevans för studien. Eftersom studien grundar sig i tidigare forskning av speciellt Harrison och Widjaja (2014), Iqbal och Kume (2014) samt Yazdanfar, Öhman och Homayoun (2019) ökar även detta den interna validiteten då resultaten har kunnat jämföras med de tidigare studier. Detta binds även ihop med begreppsvaliditeten vilket är betoningen på användningen av tidigare forskning samt att bygga på befintliga teorier om ämnet (Denscombe 2018, s. 387). Begreppsvaliditeten är hög i denna studie eftersom den utgår ifrån tidigare forskning samt väletablerade teorier om kapitalstruktur.

Enligt Denscombe (2018, s. 387–388) kan den externa validiteten se till empirin och dess tillförlitlighet genom jämförelse med likartade studier, samt om resultatet från studien går att generalisera. Generaliserbarhet kan enligt författaren ses på två olika sätt, genom att se på resultatet och jämföra det med tidigare studier inom ämne för att slå fast om resultatet följer liknande studier på en generell nivå. Det andra sättet enligt författaren är att se till det teoretiska,

om ett resultat är applicerbart i en teori som går att tillämpa på en generell nivå kan det tala för att studien har en hög extern validitet. (ibid.) I denna studie är den externa validiteten begränsad i den mån att endast en konjunkturcykel undersöktes. I sig går det inte att generalisera resultatet till andra tidsperioder. Dock har forskning kring andra konjunkturcykler fått liknande resultat (Akhtar 2012) vilket tyder på att studiens resultat går att generalisera. Resultatet som framkommit från studien har dock jämförts med tidigare studier som tyder på ett liknade resultat mellan denna studie och tidigare studier. Även teorier har applicerats på resultatet vilket höjer den externa validiteten (Denscombe 2018, s. 387–388).

4.8. Metodkritik

För att svara på forskningsfrågan till denna studie har en kvantitativ ansats applicerats, vilket medför vissa implikationer. Med en kvantitativ undersökning går det inte att undersöka på djupet och ge ett svar på varför det som skett egentligen har skett, vilket hade kunnat genomföras med en kvalitativ metod (Patel & Davidsson 2019, s. 55). Då denna studie applicerar en kvantitativ undersökning kan endast slutsatser dras om hur kapitalstrukturen bland stora företag påverkats av finanskrisen och få en förståelse för motivet till hur stora företag finansieras. Om en triangulering skulle tillämpats hade denna studie även kunnat svara på varför denna förändring skett. Dock har ingen av de tidigare studierna tillämpat en triangulering, därav uteblev en tillämpning även i denna studie (Harrison & Widjaja 2014; Iqbal & Kume 2014; Forsberg 2012).

Denna studie tillämpar en deduktiv ansats, vilket det går att vara kritisk mot (Patel & Davidson 2019, s. 27). Anledningen till att en deduktiv ansats går att kritisera beror på teorierna som tillämpats i denna studie. Då både pecking order teorin och trade-off teorin fått motstå en del kritik för att inte vara perfekta. Detta leder till att resultatet och analysen går att kritisera då dessa utgår ifrån de tillämpade teorierna.

Denna studie har endast tillämpat en beroende variabel vilket är skuldsättning som utgår ifrån Harrison och Widjajas (2014) studie. Detta går att diskutera då andra studier tillämpat andra variabler som exempelvis den totala skuldsättningen och kortfristiga skuldsättningen (Ibal & Kume 2014; Yazdanfar, Öhman & Homayoun 2019). Flera tidigare studier som Harrison och Widjaja samt Iqbal och Kume (2014) har använt sig av market-to-book ratio som en oberoende variabel. Bägge studierna har även funnit ett signifikant samband mellan skuldsättning och

market-to-book ratio. Denna studie kan dock inte tillämpa denna oberoende variabel då alla stora företag inte är börsnoterade vilket krävs för att räkna ut market-to-book ratio.

5. Resultat

5.1. Univariat analys

Utifrån den deskriptiva analysen som framställs i tabell ett till fyra går det att utläsa samt att dra slutsatser kring förändringen i de undersökta finansiella måtten hos de utvalda företagen. Något som är viktigt att ha i åtanke är att detta resultat endast visar hur varje variabel förändrats under denna tidsperiod individuellt och inte vad som påverkat denna förändring.

Tabell 1: Deskriptiv statistik 2006–2007

Variabel	Medelvärde	Median	Största	Minsta	Standard avvikelse	Antal observationer
Skuldsättning	0,26	0,22	0,88	0,00012491	0,199007628	383
Storlek	14,73	14,40	19,42	12,39	1,36306581	383
Lönsamhet	0,09	0,07	0,66	-0,139	0,081738203	383
Tillgångsstruktur	0,32	0,22	0,99	0,002524073	0,279634729	383

Tabell 1 visar deskriptiv statistik för perioden 2006–2007: Skuldsättning= vilket är långfristiga räntebärande lån / totala tillgångar, Storlek= vilket är logaritmen av omsättningen, Lönsamhet= vilket är EBIT / Totala Tillgångar, Tillgångsstruktur= vilket är Materiella tillgångar / Totala Tillgångar

Tabell 2: Deskriptiv statistik 2008-2009

Variabel	Medelvärde	Median	Största	Minsta	Standard avvikelse	Antal observationer
Skuldsättning	0,27	0,23	0,85	0,000074	0,208382565	383
Storlek	14,84	14,48	19,37	12,96	1,330365314	383
Lönsamhet	0,06	0,05	0,62	-0,254	0,082550951	383
Tillgångsstruktur	0,33	0,25	0,99	0,001460753	0,281411729	383

Tabell 2 visar deskriptiv statistik för perioden 2008–2009: Skuldsättning= vilket är långfristiga räntebärande lån / totala tillgångar, Storlek= vilket är logaritmen av omsättningen, Lönsamhet= vilket är EBIT / Totala Tillgångar, Tillgångsstruktur= vilket är Materiella tillgångar / Totala Tillgångar

Tabell 3: Deskriptiv statistik 2010-2011

Variabel	Medelvärde	Median	Största	Minsta	Standard avvikelse	Antal observationer
Skuldsättning	0,24	0,20	0,84	0,000074	0,203522112	383
Storlek	14,92	14,65	19,47	13,07	1,314346451	383
Lönsamhet	0,08	0,06	0,62	-0,188	0,084508306	383
Tillgångsstruktur	0,32	0,23	0,99	0,000931511	0,283269864	383

Tabell 3 visar deskriptiv statistik för hela perioden 2010–2011: Skuldsättning= vilket är långfristiga räntebärande lån / totala tillgångar, Storlek= vilket är logaritmen av omsättningen, Lönsamhet= vilket är EBIT / Totala Tillgångar, Tillgångsstruktur= vilket är Materiella tillgångar / Totala Tillgångar

Tabell 4: Deskriptiv statistik 2006-2011

Variabel	Medelvärde	Median	Största	Minsta	Standard avvikelse	Antal observationer
Skuldsättning	0,26	0,22	0,83	0,00022	0,195329075	383
Storlek	14,83	14,53	19,42	13,13	1,321815477	383
Lönsamhet	0,07	0,06	0,64	-0,102	0,07376162	383
Tillgångsstruktur	0,32	0,24	0,99	0,001638779	0,278621371	383

Tabell 4 visar deskriptiv statistik för hela perioden 2006–2011: Skuldsättning= vilket är långfristiga räntebärande lån / totala tillgångar, Storlek= vilket är logaritmen av omsättningen, Lönsamhet= vilket är EBIT / Totala Tillgångar, Tillgångsstruktur= vilket är Materiella tillgångar / Totala Tillgångar

Vid analys av skuldsättningen går det att utläsa att den ökade under perioden 2008–2009 till 27 procent (Tabell 2), dock är det endast marginella skillnader från 26 procent till 27 procent (Tabell 1–2). Detta resultat går även i linje med Iqbal och Kumes (2014) samt Forsbergs (2012) resultat. Perioden efter finanskrisen 2010–2011 sjönk den dock ner till 24 procent (Tabell 3) även detta är i linje med Iqbal och Kume (2014), där de påpekar att skuldsättningen återgick till normala nivåer efter finanskrisen. Utifrån de oberoende variablerna går det att utläsa att *storleken* för företagen haft en ökning alla perioder (Tabell 1–3). När det gäller *lönsamheten* går det även här att utläsa att den minskade under perioden finanskrisen (2008–2009) (Tabell 2). Detta tyder på att även fast omsättningen ökat har inte lönsamheten ökat vilket kan anspela på ökade kostnader för företagen (Elmer et al. 2012). *Tillgångsstrukturen* för företagen har hållit ungefär samma nivå under alla perioder där den endast var en procentenhet (32>33) högre under perioden 2008–2009. De slutsatser som går att dra är att studiens variabler generellt sett har en bra normalfördelning.

5.2. Bivariat analys

Utifrån de korrelationsmatriser som skapats (tabell 5–8) går det att utläsa att det ej föreligger någon multikollinearitet bland de utvalda variablerna på 0,8 nivån (Tabell 5–8). Därav behålls samtliga variabler utifrån de resultat som presenterats från den bivariata analysen.

Tabell 5: Korrelationsmatris 2006–2011

	Skuldsättning	Storlek	Lönsamhet	Tillgångsstruktur
Skuldsättning	1			
Storlek	-0,1218	1		
Lönsamhet	-0,2136	0,0918	1	
Tillgångsstruktur	0,4713	-0,1431	-0,1095	1

Tabell 5 visar korrelationen mellan de olika variablerna för totala perioden 2006–2011: Skuldsättning= vilket är långfristiga räntebärande lån / totala tillgångar, Storlek= vilket är logaritmen av omsättningen, Lönsamhet= vilket är EBIT / Totala Tillgångar, Tillgångsstruktur= vilket är Materiella tillgångar / Totala Tillgångar

Tabell 6: Korrelationsmatris för perioden 2006–2007

	Skuldsättning	Storlek	Lönsamhet	Tillgångsstruktur
Skuldsättning	1			
Storlek	-0,1621	1		
Lönsamhet	-0,2128	0,1307	1	
Tillgångsstruktur	0,4882	-0,1428	-0,1429	1

Tabell 6 visar korrelationen mellan de olika variablerna för totala perioden 2006–2007: Skuldsättning= vilket är långfristiga räntebärande lån / totala tillgångar, Storlek= vilket är logaritmen av omsättningen, Lönsamhet= vilket är EBIT / Totala Tillgångar, Tillgångsstruktur= vilket är Materiella tillgångar / Totala Tillgångar

Tabell 7: Korrelationsmatris för perioden 2008–2009

	Skuldsättning	Storlek	Lönsamhet	Tillgångsstruktur
Skuldsättning	1			
Storlek	-0,0959	1		
Lönsamhet	-0,1799	0,0649	1	
Tillgångsstruktur	0,4245	-0,1654	-0,0709	1

Tabell 7 visar korrelationen mellan de olika variablerna för totala perioden 2008–2009: Skuldsättning= vilket är långfristiga räntebärande lån / totala tillgångar, Storlek= vilket är logaritmen av omsättningen, Lönsamhet= vilket är EBIT / Totala Tillgångar, Tillgångsstruktur= vilket är Materiella tillgångar / Totala Tillgångar

Tabell 8: Korrelationsmatris för perioden 2010–2011

	Skuldsättning	Storlek	Lönsamhet	Tillgångsstruktur
Skuldsättning	1			
Storlek	-0,0913	1		
Lönsamhet	-0,2225	0,0955	1	
Tillgångsstruktur	0,4400	-0,1118	-0,0973	1

Tabell 8 visar korrelationen mellan de olika variablerna för totala perioden 2010–2011: Skuldsättning= vilket är långfristiga räntebärande lån / totala tillgångar, Storlek= vilket är logaritmen av omsättningen, Lönsamhet= vilket är EBIT / Totala Tillgångar, Tillgångsstruktur= vilket är Materiella tillgångar / Totala Tillgångar

Utifrån tabellerna går det att utläsa att skuldsättningsgraden endast korrelerar positivt med *tillgångsstrukturen* vilket även syns i den multipla regressionsanalysen (Tabell 9–10). Sedan är det endast *lönsamhet* och *storlek* som har en positiv korrelation vilket innebär att ju större ett företag är desto lönsammare är det, dock är detta påstående ej signifikant påvisat (Tabell 5–8). Utifrån denna korrelationsmatris bör alltså lönsamma samt större företag inneha en lägre skuldsättningsgrad medan ett företag med hög tillgångsstruktur bör således inneha en högre skuldsättningsgrad. Där *tillgångsstrukturen* är den oberoende variabeln som påverkar skuldsättningsgradens varians störst i den bivariata analysen.

5.3. Regressionsanalys

Nedan presenteras en tabell av resultatet från den multipla regressionsanalysen under perioden 2006–2011 vilket är alltså hela perioden för undersökningen.

Tabell 9: Multipel regressionsanalys av perioden 2006–2011

Variabel	Förväntningar	Koefficient	T-kvot	P-värde
Konstant 2006-2011	Inga	0,262	2,641	0,008
STO 2006-2011	+	-0,008	-1,235	0,217
LÖN 2006-2011	-	-0,363	-3,080	<0,002
TS 2006-2011	+	0,311	10,014	<0,001
DK 2006-2011	+	0,0655	3,720	<0,001

Tabell 9 visar resultatet från den multipla regressionsanalysen för den totala perioden 2006–2011: STO= är den oberoende variabeln storlek vilket är LOG av omsättningen, LÖN= är den oberoende variabeln lönsamhet som är EBIT/Totala Tillgångar, TS= är den oberoende variabeln

tillgångs struktur som är Materiella Tillgångar/ Totala Tillgångar, DK= är den oberoende dummyvariabeln för krisperioden, Koefficienterna för de oberoende variabelna visar sambandet med skuldsättningsgraden

När det gäller koefficienterna går det att utläsa att tillgångsstrukturen och finanskrisen hade en positiv påverkan på företagens skuldsättning, medan lönsamhet och storlek hade ett negativt samband. Där lönsamhet är den av de oberoende variabler som påverkar skuldsättningens varians i störst grad medan storleken har lägst påverkan på skuldsättningens varians. När det gäller p-värde går det att utläsa att alla oberoende variabler förutom storlek påvisar ett statistiskt signifikant samband med skuldsättningen på en 95 procentig signifikansnivå. Då storleken har ett p-värde på 0,217 går det inte att behålla den även på en 80 procentig signifikansnivå (Tabell 9).

Tabell 10: Multipel regressionsanalys av perioderna 2006–2007, 2008–2009 och 2010–2011:

Variabel	Förväntningar	Koefficient	T-kvot	P-värde
Konstant 2006-2007	Inga	0,350	3,560	<0,001
Konstant 2008-2009	Inga	0,207	1,958	0,051
Konstant 2010-2011	Inga	0,297	2,801	0,005
STO 2006-2007	+	-0,011	-1,762	0,079
STO 2008-2009	+	-0,006	-0,828	0,408
STO 2010-2011	+	-0,004	-0,651	0,515
LÖN 2006-2007	-	-0,334	-3,061	<0,002
LÖN 2008-2009	-	-0,285	-2,544	0,001
LÖN 2010-2011	-	-0,447	-0,651	<0,001
TS 2006-2007	+	0,325	10,198	<0,001
TS 2008-2009	+	0,304	9,266	<0,001
TS 2010-2011	+	0,301	9,485	<0,001
DK 2008-2009	+	0,115	6,223	<0,001

Tabell 10 visar resultatet från de tre multipla regressionsanalyserna för perioderna 2006-2007, 2008-2009 och 2010-2011: STO= är den oberoende variabeln storlek vilket är LOG av omsättningen, LÖN= är den oberoende variabeln lönsamhet som är EBIT/Totala Tillgångar, TS= är den oberoende variabeln tillgångs struktur som är Materiella Tillgångar/ Totala Tillgångar, DK= är den oberoende dummyvariabeln för krisperioden, Koefficienterna för de oberoende variabelna visar sambandet med skuldsättningsgraden

När det gäller resultatet från olika observationsperioderna (Tabell 10) går det att utläsa att resultatet ger en liknande bild som den totala perioden ger (Tabell 9). Där *tillgångsstruktur* och dummyvariabeln *krisperioden* hade en positiv påverkan på skuldsättningen under de undersökta perioderna. Medan *lönsamhet* och *storleken* hade en negativ påverkan på skuldsättningen vilket är likt den totala perioden. Utifrån tabellen går det att utläsa att *lönsamhet* 2010–2011 är den oberoende variabel som påverkar skuldsättningen högst. Sett till perioden 2008–2009 gällande *lönsamhet* går det att utläsa att detta är den period som har lägst korrelation med skuldsättningen. Anledningen till detta kan bero på att lönsamheten minskade under perioden för finanskrisen (Tabell 1–3). När det gäller *tillgångsstrukturen* går det att utläsa ur *tabell 9* att korrelationen minskade varje år från 2006–2007 till 2010–2011, en bakomliggande orsak till

detta kan vara att skuldsättningen 2010–2011 minskade (Tabell 3). Dummyvariabeln för perioden 2008–2009 visar liksom den totala perioden 2006–2011 att skuldsättningen ökade för dessa företag. När det gäller *storlek* är det kritiska p-värdet över den 95 procentiga signifikansnivån för alla perioder vilket leder till att det ej går att påvisa något samband. Medan resterande oberoende variabler har ett kritiskt p-värde under 0,05 vilket tyder på att dessa innehar ett starkt samband med skuldsättningsgraden (Tabell 9–10).

6. Analys

6.1. Storlek

Faktorn storlek beräknades genom den naturliga logaritmen av omsättningen. Resultatet som framkom från regressionsanalysen tyder på att storleken har ett negativt samband med skuldsättningen (Tabell 9–10). Detta resultat motsätter trade-off teorin då denna teori påstår att större företag föredrar extern finansiering, detta resultat motsätter sig även tidigare resultat från andra studier (Frank & Goyal 2003; D'amato 2020). Dock påpekar Frank och Goyal (2009) att större företag har funnits en längre tid och därmed kunnat spara tidigare vinster, samt att dessa företag oftast är mer lönsamma vilket går i linje med pecking order teorin. Detta verkar även stämma på denna studie då det ur *tabell 5-8* går att utläsa att lönsamhet och storlek har en positiv korrelation. Detta tyder på att stora företag har en bättre lönsamhet, dock går detta samband inte att säkerställa eftersom det ej är statistiskt säkerställt.

Det finns dock inte ett signifikant samband mellan storlek och skuldsättning då p-värdet överstiger det kritiska värdet. Detta innebär att det ej går att dra några slutsatser kring storlekens påverkan på skuldsättning. Detta upptäckte även Harrison och Widjaja (2014) som fann att ett samband ej kunde statistiskt säkerställas. Mostrac och Petrovic (2013) påvisar att under 2007 kunde ej ett statistiskt samband påvisas mellan företagets storlek och skuldsättningsgrad, dock fanns det ett statistiskt samband under de senare perioderna. Detta tyder på att detta resultat inte är ovanligt utan att det finns tidigare studier som fått liknade resultat.

Ur den univariata analysen i *tabell 1–3* går det att utläsa att storleken för företagen har ökat stadigt under dessa perioder. Detta tyder på att företagens omsättningen inte minskat under någon av perioderna. Dock minskade lönsamheten perioden under krisen 2008–2009 (Tabell 2) vilket tyder på ökade kostnader då omsättningen ökade (Elmer et al. 2012).

6.2. Lönsamhet

Faktorn lönsamhet beräknades genom EBIT dividerat med totala tillgångar. Resultatet som framkom var att lönsamhet har en negativ påverkan på skulder under alla observationsperioder (Tabell 9–10) vilket stöds av pecking order teorin (Jong, Verbeek & Verwijmeren 2011). Då det kritiska p-värdet är under 0,02 för period 2006–2011 och 2006–2007 samt under 0,01 för perioderna 2008–2009 och 2010–2011. Vilket innebär att denna studie kan med en 98 procentig signifikansnivå påvisa att lönsamhet påverkar skuldsättningen. Myers (1984) samt Jong,

Verbeek & Verwijmeren (2011) påpekar att enligt pecking order teorin bör mer lönsamma företag söka efter intern finansiering då det råder informationsasymmetri på marknaden. Anledningen till detta är ju större internt kapital ett företag besitter desto mindre beroende kommer detta företag vara av extern finansiering. Detta tyder även resultatet från denna studie på, då korrelationen mellan skuldsättning och lönsamhet för den totala perioden ligger på -0,363 (Tabell 9). Detta resultat stöds även av flertalet andra studier som exempelvis Yazdanfar, Öhman & Homayoun (2019), Harrison och Wadjaja (2014) samt Forsberg (2012), där även dessa kom fram till att lönsamhet har en negativ påverkan på skuldsättningen.

Utifrån tabell 10 går det att utläsa att under krisperioden (2008–2009) minskade korrelationen mellan lönsamheten och skuldsättningen från -0,334 till -0,285 för att sedan öka efter krisperioden (2010–2011) till -0,44. Detta resultat hänger även ihop med det Myers (1984) påstår om pecking order teorin då medelvärdet för lönsamheten under krisen minskade från 0,09 till 0,06 (Tabell 2) vilket leder till att företagens interna finansieringsalternativ minskade, vilket kan leda till att företag söker extern finansiering (Harrison & Widjaja 2014). Detta resultat påvisas även i Harrison och Widjajas (2014) studie.

6.3. Tillgångsstruktur

Tillgångsstrukturen räknades ut genom att dividera materiella anläggningstillgångar mot totala tillgångar. Genom att studera tabell 9 och 10 går det att utläsa att tillgångsstrukturen har en positiv påverkan på företags skuldsättning. Det kritiska p-värdet ligger under 0,001 därav går det med statistisk säkerhet på 99 procent signifikansnivån påpeka att tillgångsstrukturen påverkar skuldsättningen. Detta tyder på att ett företag med fler materiella tillgångar skuldsätter sig i större utsträckning, vilket går i linje med trade-off teorin (Frank & Goyal 2003). Enligt trade-off teorin bör ett företag med högre andel materiella tillgångar skuldsätta sig då detta minskar konkursriskerna (Harris & Raviv 1991). Anledningen till detta är att materiella tillgångar fungerar som säkerheter för bankerna ifall företaget skulle gå i konkurs (ibid.). Enligt Frank och Goyal (2003) är skälet för detta att materiella tillgångar minskar risken för konkurs vilket leder till att större skulder kan ackumuleras. Mer skulder innebär lägre beskattning vilket höjer företagets skattesköld (ibid.).

Detta resultat stöds även av tidigare studier som Yazdanfar, Öhman & Homayoun (2019) där de fann att tillgångsstrukturen hade en positiv påverkan på företags långfristiga skulder, även Harrison och Widjaja (2014) fann liknade resultat. Detta tyder på att företag med större andel

materiella tillgångar skuldsätter sig i större utsträckning eftersom detta fungerar som säkerhet för långgivaren (Walthoff-Borm, Schwienbacher & Vanacker 2017). Detta innebär även att dessa företag kan få en lägre ränta på deras lån, vilket gör det mer lukrativt att skuldsätta sig (Harrison & Widjaja 2014). Ur den univariata analysen går det även att utläsa att andelen materiella tillgångar ökade med en procentenhet under krisperioden (2008–2009) (Tabell 2), anledningen till detta går endast att spekulera om.

Ett annat resultat som är intressant är att korrelationen mellan materiella tillgångar och skuldsättning minskade för varje period. Detta är även något som Harrison och Widjaja (2014) fann i deras studie, dock undersökte de perioderna 2004–2007 och 2008–2011. Detta kan enligt författarna bero på att långgivarna söker efter mer ogynnsamma företag att låna ut till (ibid.). Det kan även bero på att räntan för utlåning sjönk kraftigt då Riksbanken sänkte reporäntan med 4,5 procentenheter på ett halvår, i takt med att Riksbanken lånade ut 296,5 miljarder kronor till de svenska bankerna (Elmer et al. 2012). Grundtanken till detta var för att stimulera den svenska finansiella marknaden, så att de svenska bankerna lättare kunde ge ut lån till företag (ibid.). Detta kan alltså ha lett till att de svenska bankerna inte granskade de låntagande företagen lika hårt vilket inneburit att tillgångsstrukturen inte haft samma påverkan som tidigare på skuldsättningen.

6.4. Krisperioden

Dummyvariabeln krisperioden applicerades i denna studie för att undersöka ifall finanskrisen 2008–2009 hade någon påverkan på stora företags skuldsättning. Utifrån tabell 9 och 10 går det att utläsa att finanskrisen hade ett positivt samband med skuldsättningsgraden. Under krisperioden 2008–2009 ligger korrelationen på 0,115 och under den totala perioden är korrelationen på 0,065. Eftersom p-värdet är under 0,001 (Tabell 9–10) för båda perioderna går det med en signifikansnivå på 99 procent att påstå att finanskrisen påverkade företagens kapitalstruktur. Detta resultat hänger ihop med pecking order teorin då informationsasymmetrin ökade på marknaden samt att företags vinster minskade vilket leder till att den interna finansieringen minskar (Frank & Goyal 2009; Almedia et al. 2012). Utifrån den bivariata analysen går det att utläsa att skuldsättningsgraden ökade under krisperioden (2008–2009) dock endast med 1 procentenhet för att sedan återgå till lägre nivåer perioden efter krisen (2010–2011) (Tabell 3–4). Detta hänger även ihop med det som Yazdanfar, Öhman och Homayoun (2019) fann att SME företag tenderade att förlita sig mer på kortfristiga samt långfristiga lån under finanskrisen. Dock ska det påpekas att det kan skilja sig mellan SME och stora företag

eftersom stora företag har lägre informationsasymmetri (Fama & French 2002). Med det sagt har även studier som undersökt stora bolag presenterat liknade resultat där Iqbal och Kume (2014) fann att skuldsättningen ökade under krisperioden för att sedan minska efter krisperioden vilket liknar denna studies resultat. Där författarna även fann att Tyskland var det land där skulderna hade den största ökningen bland de undersökta länderna, detta är intressant då Tyskland likt Sverige har ett bankorienterat finansiellt system (Iqbal & Kume 2014). Dock ökade inte skuldsättningen i samma grad som den gjorde i Tyskland där författarna fann att medelvärdet för skuldsättningen ökade från 0,32 till 0,36. Frankrike som även de är ett bankorienterat land fann författarna att skuldsättningen ökat med 2 procentenheter. (ibid.) Detta liknar resultatet från denna studie, dock utgår Iqbal och Kumes (2014) studie från totala skulder dividerat med totala tillgångar vilket leder till att resultatet kan skilja sig åt. Detta stöds även av Harrison och Widjaja (2014) samt Forsberg (2012) där båda dessa studier fann att under finanskrisen 2008 ökade skuldsättningen bland de undersökta företagen.

6.5. Hypotesprövning

Tabell 11: Hypotesprövning

Hypotes	Oberoende variabel	Beroende variabel	Förväntat samband	Nollhypotes
H0a H1a	Storlek	Skuldsättning	+	Behåll H0a
H0b H1b	Lönsamhet	Skuldsättning	-	Förkasta H0b
H0c H1c	Tillgångsstruktur	Skuldsättning	+	Förkasta H0c
H0d H1d	Finanskrisen	Skuldsättning	+	Förkasta H0d

Utifrån de fyra hypoteser som ställdes upp i teoriavsnittet kan denna studie förkasta tre utav de fyra nollhypoteserna. Detta då det ej kunde påvisas ett samband mellan storlek och skuldsättning på en 95 procentig signifikansnivå, vilket innebär att denna studie behåller H0a. De andra nollhypoteserna H0b, H0c och H0d förkastas då det uppvisades ett signifikant samband mellan dessa oberoende variabler och skuldsättning.

Den första hypotesen som ställdes upp behandlar hur storleken påverkar skuldsättningen hos stora företag (Tabell 10). Då denna studie ej fann ett signifikant samband på 95 eller 90 procents nivå behålls H0a (Tabell 9–10). Det som dock går att diskutera kring detta är att det förväntade sambandet ej matchade sambandet som framkom ur den multipla regressionsanalysen.

Den andra hypotesen som ställdes upp behandlar hur lönsamheten påverkar skuldsättningen. Från resultatet kan denna studie med en 98 procentig signifikansnivå fastställa att lönsamheten påverkar skuldsättningen negativt. Detta innebär att denna studie förkastar H0b och behåller H1b. Förväntningarna var att lönsamheten skulle påverka skuldsättningen negativt vilket även blev resultatet (Tabell 9–10). Därav stämmer pecking order teorin på lönsamhet kopplat till skuldsättningen.

Den tredje hypotesen som behandlar hur tillgångsstrukturen påverkar skuldsättningen var förväntningarna på en positiv korrelation (Tabell 10). Detta stämmer även överens med resultatet som framkom, den oberoende variabeln tillgångsstruktur hade även ett p-värde under 0,001 (Tabell 9–10). Detta innebär att denna studie kan med en 99 procentig signifikansnivå påstå att tillgångsstrukturen påverkar skuldsättningen positivt. För denna studie förkastas alltså H0c och behåller H1c.

Den fjärde och sista hypotesen som skapades behandlar hur dummyvariabeln krisperioden påverkar skuldsättningen hos företagen ur stickprovet. Resultatet som framkom påvisar ett positivt samband mellan finanskrisen och skuldsättningen (Tabell 9–10), vilket även förväntningarna var (Tabell 10). Korrelationen mellan skuldsättningen och finanskrisen kan fastställas med en 99 procentig signifikansnivå (Tabell 9–10). Därmed förkastas H0d medan H1d behålls.

7. Slutsats

Syftet med denna studie var att undersöka hur stora företags kapitalstruktur påverkas av finansiella kriser. För att få ett brett perspektiv valdes fyra olika tidsintervall, före, under och efter en finansiell kris samt den totala perioden. Studien applicerades på bolag baserade i Sverige. De hypoteser som testats har baserats på trade-off teorin och pecking order teorin. Utifrån resultatet i studien gick det att påvisa att det som påverkade företagens skuldsättning under perioden 2006–2011 var lönsamhet, tillgångsstruktur och finanskrisen. Storlek kunde ej påvisa ett signifikant samband med skuldsättningen vilket leder till att denna studie drar slutsatsen att storlek ej har någon påverkan på skuldsättningen. Lönsamhet påverkade skuldsättningen hos stora företag i Sverige negativt vilket går i linje med pecking order teorin. Tillgångsstrukturen påverkade skuldsättningen positivt, detta går i linje med trade-off teorin.

Då denna studie ämnade undersöka hur stora bolag i Sveriges kapitalstruktur påverkats av finanskrisen 2008–2009 då Sverige har ett bankorienterat finansiellt system. Slutsatsen denna studie kommit fram till är att finanskrisen påverkade företags skuldsättning positivt. Detta eftersom det både ur den univariata analysen samt den multipla regressionsanalysen gick att utläsa att skulderna ökade under perioden 2008–2009 vilket är under finanskrisen (Tabell 2; 9–10). Detta resultat går även i linje med tidigare forskning som undersökt samma fenomen. Där Yazdanfar, Öhman och Homayoun (2019) fann att SME:s i Sverige tenderade att i större utsträckning förlita sig på kortfristiga samt långfristiga skulder under finanskrisen. Detta resultat stödjer även denna studie fast för stora företag där resultatet påvisar att skuldsättningen ökar under perioden för krisen. Anledningen till att större bolag kan ha ökat sin skuldsättning under finanskrisen beror på att vinsterna minskade. Detta har då lett till att företagen inte kunnat finansiera sin verksamhet med egna medel i lika stor utsträckning. När det gäller stora bolag i andra länder har även liknade slutsatser dragits. Där både Harrison och Widjaja (2014) samt Iqbal och Kume (2014) fann att stora bolag ökade sin skuldsättning under krisperioden. Där Iqbal och Kumes (2014) studie är extra intressant då de undersökte Tyskland och Frankrike som likt Sverige har ett bankorienterat finansiellt system. I deras studie likt denna fann de att dessa länders företag ökade sin långfristiga skuldsättning under krisperioden. Därav är denna studies resultat i linje med tidigare forskning inom samma område.

7.1. Förbättringsförslag

För att utveckla studien ytterligare skulle det varit relevant att använda kortfristiga skulder som en beroende variabel samt totala skulder för att se huruvida de påverkas i en finansiell kris. Tidigare forskning har gjorts på SME bolag dock inte på stora bolag vilket gör det relevant. Sett till tidsperioden 2006–2011 skulle det vara relevant att bredda tidsintervallet för att få en tydligare bild på företagens kapitalstruktur och minimera risken för anomalier då företag kan ha gjort en förändring som tillfälligt påverkar kapitalstrukturen och på så vis inte ger en rättvis bild av företagen. Genom de teorier som lyfts har informationsasymmetri en stor inverkan. Genom att fokusera mer på den informationsasymmetri som råder på marknaden kan det ge en mer djupgående förståelse om det resultat som presenterats i denna studie.

8. Framtida forskning

Då denna studie endast undersöker perioden 2006–2011 skulle det vara intressant för framtida forskning att undersöka andra perioder. Då alla lågkonjunkturer ser olika ut och påverkar den globala ekonomin på olika vis, vilket innebär att andra konjunkturedgångar skulle kunna ge annorlunda resultat. Detta skulle kunna leda till en större förståelse kring hur företag agerar vid olika konjunkturcykler. Tidigare studier har även påvisat olika resultat från olika länder därav skulle det även vara intressant att genomföra en liknande studie som Iqbal och Kume (2014). Studien bör vara inom Norden för att undersöka ifall det skiljer sig mellan de nordiska länderna och deras kapitalstruktur. Det hade även varit intressant att undersöka SME mot stora bolag för att se skillnader i hur kapitalstrukturen påverkas av konjunkturcykler. Då det finns studier som undersökt SME och stora bolag, dock har dessa ej kunnat dra slutsatser kring skillnader eftersom endast en grupp undersökts. Därav hade en sådan studie kunnat öka förståelsen kring skillnaderna mellan SME och stora bolag. För att få en större förståelse för hur företag agerar vid konjunkturedgångar hade det varit intressant att genomföra en kvalitativ studie, där intervjuer sker för att få en förståelse hur besluten tas vid val av finansieringsalternativ.

Referenslista

Abel, A. (2018). Optimal Debt and Profitability in the Trade-Off Theory. *The Journal of Finance (New York)*, 73(1), s. 95–143. doi: 10.1111/jofi.12590

Abeywardhana, D. (2017). Capital Structure Theory: An Overview. *Accounting and Finance Research*, 61(4), s. 1681-1710. doi:10.5430/afr.v6n1p133

Akhtar, S. (2012). Capital structure and business cycles. *Accounting and Finance*, 51(1), s. 25-48. doi: 10.1111/j.1467-629X.2011.00425.x

Almeida, H. Campello, M. Laranjeira, B. & Weisbenner, S. (2012). Corporate Debt Maturity and the Real Effects of the 2007 Credit Crisis. *Critical Finance Revive*, 1, s. 3-58. doi: 10.3386/w14990

Baker, M. & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), s. 1-32. doi: 10.1111/1540-6261.00414

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), s. 1145535. doi: 10.1080/23322039.2016.1145535

Bordo, M. & Haubrich, J. (2017). Deep Recessions, Fast Recoveries, and Financial Crises: Evidence from the American Record. *Economic Inquiry*, 55(1), s. 527-541. doi: 10.1111/ecin.12374

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

Charalambakis, E. & Psychoyios, D. (2012). What do we know about capital structure? Revisiting the impact of debt ratios on some firm-specific factors. *Applied Financial Economics*, 22(20), s. 1727–1742. doi: 10.1080/09603107.2012.676733

D'Amato, A. (2020). Capital Structure, Debt Maturity, and Financial Crisis: Empirical Evidence from SMEs. *Small Business Economics*, 55(4), s. 919-941. doi: 10.1007/s11187-019-00165-6

DeAngelo, H. & DeAngelo, L. (2006). The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of Financial Economics*, 79(2), s. 293-315. doi: 10.1016/j.jfineco.2005.03.003

Denscombe, M. (2018). *Forsknings-handboken: för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*. Lund: Studentlitteratur.

Djurfeldt, G. & Barmark, M. (2009). *Statistisk verktygslåda 2: Multivariat analys* (Första upplagan. ed.). Stockholm: Studentlitteratur.

Djurfeldt, G. Larsson, R, & Stjärnhagen, O. (2018). *Statistisk verktygslåda 1: Samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder* (Tredje upplagan. ed.). Lund: Studentlitteratur.

Ekonomifakta (2022a). *BNP-Sverige*.

<https://www.ekonomifakta.se/fakta/ekonomi/tillvaxt/bnp---sverige/> [2023-02-14]

Ekonomifakta (2022b). *Högkonjunktur eller lågkonjunktur?*

<https://www.ekonomifakta.se/Fakta/Ekonomi/Tillvaxt/hogkonjunktur-eller-lagkonjunktur/>
[2023-02-14]

Ekonomifakta (2023a). *Börsutveckling i Sverige och USA*.

<https://www.ekonomifakta.se/Fakta/Ekonomi/Finansiell-utveckling/Borsutveckling-i-Sverige-och-USA/> [2023-02-22]

Ekonomifakta (2023b). *Företagens storlek*.

<https://www.ekonomifakta.se/Fakta/Foretagande/Naringslivet/Naringslivets-struktur/> [2023-03-14]

Eliasson, A. (2018). *Kvantitativ metod från början* (Femte upplagan. ed.). Lund: Studentlitteratur.

Elmer, H. Guibourg, G. Kjellberg, D. & Nessen, M. (2012). *Riksbankens penningpolitiska åtgärder under finanskrisen – utvärdering och lärdomar*. Penning och Valutapolitik, 3. https://www.riksbank.se/globalassets/media/avdelningar/svenska/afs/finanskrisen-2007-2009/rap_pov_artikel_1_121017_sve.pdf

European Commission (u.å). *SME definition*. https://single-market-economy.ec.europa.eu/smes/sme-definition_en

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

Forsberg, R. H. (2012). Capital structure and financial crisis. *Journal of Finance and Accountancy*, 11, s. 46-52.

Fosu, S. Danso, A. Ahmad, W. & Coffie, W. (2016). Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter? *International Review of Financial Analysis*, 46, s. 140–150. doi: 10.1016/j.irfa.2016.05.002

Frank, M. & Goyal, V. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), s. 217-248. doi: 10.1016/S0304-405X(02)00252-0

Frank, M. & Goyal, V. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management (Wiley-Blackwell)*, 38(1), s. 1–37. doi: 10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x

GCC (u.å). *Member States*. <https://www.gcc-sg.org/en-us/AboutGCC/MemberStates/pages/Home.aspx> [2023-02-27]

Guo, H. Legesse, T. Tang, J. & Wu, Z. (2021). Financial leverage and firm efficiency: The mediating role of cash holding. *Applied Economics*, 53(18), s. 2108-2124. doi: 10.1080/00036846.2020.1855317 [2023-03-09]

Harris, M. & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), s. 297-335. doi: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x

Harrison, B. & Widjaja, T. (2014) The Determinants of Capital Structure: Comparison between Before and After Financial Crisis. *Economic Issues*, 19(2), s. 55-83.

Hillier, D. Ross, S. Westerfield, R. Jaffe, J. & Jordan, B. (2021). *Corporate Finance*. 4 Uppl. McGraw-Hill Education.

Iqbal, A. & Kume, O. (2014). Impact of Financial Crisis o Firms' Capital Structure in UK, France, and Germany. *Multinational Finance Journal*, 18(3/4), s. 249-280.

Jensen, M. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), s. 323-329.

Jong, A. Verbeek, M. & Verwijmeren, P. (2011). Firms' debt-equity decisions when the static tradeoff theory and the pecking order theory disagree. *Journal of Banking & Finance*, 35(5), s. 1303-1314. doi: 10.1016/j.jbankfin.2010.10.006

Konjunkturinstitutet (u.åå). *Historiskt stark barometerindikator*.

<https://www.konj.se/publikationer/konjunkturbarometern/konjunkturbarometern/2021-05-27-historiskt-stark-barometerindikator.html> [2023-04-24]

Konjunkturinstitutet (u.åb). *Konjunkturterminologi*.

<https://www.konj.se/var-verksamhet/sa-gor-vi-prognoser/konjunkturterminologi.html> [2023-02-20]

Konjunkturinstitutet (u.åc). *Potentiell BNP*.

<https://www.konj.se/var-verksamhet/sa-gor-vi-prognoser/potentiell-bnp.html> [2023-02-24]

Kroencke, T. (2022). Recessions and the Stock Market. *Journal of Monetary Economics*, 131, s. 61-77. doi: 10.1016/j.jmoneco.2022.07.004

Lakshman, M. Sinha, L. Biswas, M. Charles, M. & Arora, N. (2000). Quantitative vs qualitative research methods. *Indian Journal of Pediatrics*, 67(5), s. 369–377. doi: 10.1007/BF02820690

Levine, R. (2002). Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? *Journal of Financial Intermediation*, 11(4), s. 398-428. doi: 10.1006/jfin.2002.0341

Miller, M. (1980). The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years. *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), s. 99-120.

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

Modigliani, F. & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), s. 433-433.

Mostarac, E. & Petrovic, S. (2013). Determinants of Capital Structure of Croatian Enterprises Before and During the Financial Crisis. *UTMS Journal of Economics*, 4(2), s. 153.

Myers, S. (2001) Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15, s. 81-102. doi: 10.1257/jep.15.2.81

Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), s. 575-592. doi: 10.2307/2327916

Nasdaq (u.å). *Vad är OMX Stockholm 30 index?*

<https://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/optionerochterminer/vadaromxstockholm30index> [2023-02-13]

Nationalencyklopedin (NE) (u.å). *Finanskrisen 2007-2008*.

<https://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/lang/internationella-finanskrisen-2007-08> [2023-02-13]

Nilsson, V. Nordström, J. & Bredmar, K. (2016). The need for liquidity and the capital structure of Swedish Banks following the financial crisis. *International Journal of Finance & Banking Studies*, 3(2), s. 10. doi: 10.20525/.v3i2.181 08

Ozdogli, A. (2012). Financial Leverage, Corporate Investment, and Stock Returns. *The Review of Financial Studies*, 25(4), s. 1033–1069. doi: 10.1093/rfs/hhr145

Patel, R. & Davidson, Bo. (2019). *Forskningsmetodikens grunder: Att planera, genomföra och rapportera en undersökning* (Femte upplagan. ed.). Lund: Studentlitteratur.

Rajan, R. & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance (New York)*, 50(5), s. 1421–1460. doi: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x

Riksbanken (2022). *Finanskrisen 2007-2010*.

<https://www.riksbank.se/sv/om-riksbanken/historia/finanskrisen-2007-2010/> [2023-02-14]

Sjögren, H. & Zackrisson, M. (2005). The Search for Competent Capital: Financing of High Technology Small Firms in Sweden and USA. *Venture Capital (London)*, 7(1), s. 75-97. doi: 10.1080/1369106042000335629

Skärvad, P. & Lundahl, Ulf. (2016). *Utredningsmetodik* (Fjärde upplagan. ed.). Lund: Studentlitteratur.

Statistiska Centralbyrån (SCB) (2022). *SCB:s konjunkturlocka*.

<https://www.scb.se/hitta-statistik/temaomraden/sveriges-ekonomi/konjunkturlocka/> [2023-02-14]

Statistiska Centralbyrån, (SCB) (2014). *Utvecklingen på den svenska arbetsmarknaden sedan finanskrisen*.

https://www.scb.se/contentassets/29bf9148497e43e99ae45487d271145c/am0401_2014k02_s_m_am110sm1403.pdf [2023-02-13]

Tapia Granados, J. (2012). Statistical Evidence of Falling Profits as Cause of Recession. *The Review of Radical Political Economics*, 44(4), s. 484-493. doi: 10.1177/0486613411434397

Walthoff-Born, X. Schwienbacher, A. & Vanacker, T. (2017) Equity crowdfunding: First resort or last resort? *Journal of Business Venturing*, 33(4), s. 513-533. doi: 10.1016/j.jbusvent.2018.04.001

Yazdanfar, D. (2011). The patterns of financial bootstrapping behavior empirical evidence from Swedish SMEs. *International Journal of Business and Globalisation*, 7(3), s. 255-264.

Yazdanfar, D. Öhman, D. & Homayoun, S. (2019). Financial crisis and SME capital structure: Swedish empirical evidence. *Journal of Economic Studies*, 46(4), s. 925–941. doi: 10.1108/JES-04-2018-0147

Zeitun, R. Temimi, A. & Mimouni, K (2017). Do financial crises alter the dynamic of corporate capital structure? Evidence from GCC countries. *The Quarterly Review of Economic and Finance*, 63, s. 21-33. doi: 10.1016/j.qref.2016.05.004

Öhman, P. & Yazdanfar, D. (2017). Short- and long-term debt determinants in Swedish SMEs. *Review of Accounting & Finance*, 16(1), s. 106–124. doi: 10.1108/RAF-08-2015-0118

Bilagor

Bilaga 1:

Undersökta företag

AAK AB (publ)
AAK Sweden AB
AB Berner & Co
AB Gullringsbo Egendomar
AB Persson Invest
AB Svenska Spel
Addnode Group Aktiebolag (publ)
Addtech AB
Adecco Sweden Aktiebolag
Advania Sverige AB
AFAM AB
Affärsverken Karlskrona Aktiebolag
AFRY AB
AhlSell Sverige AB
Aimo Park Sweden AB
AJ Products Group AB
AJ Produkter Aktiebolag
Akademiska Hus Aktiebolag
Aktiebolag Fagerhult
Aktiebolag Lindex
Aktiebolaget Anders Löfberg
Aktiebolaget Borlänge Energi
Aktiebolaget Electrolux
Aktiebolaget Gustaf Kähr
Aktiebolaget Gyllensvaans Möbler
Aktiebolaget SKF
Aktiebolaget Svensk Bilprovning
Aktiebolaget Tetra Pak
Aktiebolaget Volvo
Aktiebolaget Åbro Bryggeri
AKZO Nobel Industrial Coatings Aktiebolag
Alfa Laval Corporate AB
Almi AB
Amplex Aktiebolag
Anticimex Aktiebolag
Areco Steel Aktiebolag
Arla Foods AB
ASSA ABLOY AB
AstraZeneca AB
Atea Sverige AB
Atlas Copco Aktiebolag
Attends Healthcare AB
Atteviks Personvagnar Aktiebolag
Atteviksgruppen AB
Axel Christiernsson International Aktiebolag
Axel Johnson Aktiebolag
Axel Johnson Holding Aktiebolag
Axel Johnson International Aktiebolag
Axfood AB
Barilla Sverige AB
BE Group AB (publ)
Be-Ge Företagen Aktiebolag
Beijer Alma AB
Beijer Electronics Group AB
Beijer Ref AB (publ)
Bergendahl & Son Aktiebolag
Bergman & Beving Aktiebolag
Bergs Timber AB (publ)
Berners Person - och Transportbilar AB
Bharat Forge Kilsta AB
Bil AB Josef Engström
Bilbolaget Invest Sundsvall AB
Bilbolaget Nord AB
Bilia AB
Billerud Aktiebolag (publ)
Billerud Skog & Industri Aktiebolag
Bilmetro Aktiebolag
Boliden AB
Boliden Mineral AB
Bona Aktiebolag
Bong AB
Bonnierförlagen Aktiebolag
Borealis Aktiebolag
BorgWarner Sweden AB
Borås Energi och Miljö AB
Bostadsaktiebolaget Poseidon
Bra Bil Sverige AB
Bröderna Börjessons Bil Aktiebolag
Bröderna Löfberg Aktiebolag
BTS Group AB
Buchen Sweden AB
Bufab AB (publ)

Atrium Ljungberg AB
Attacus Invest AB
Camfil Ventures Aktiebolag
Canon Svenska Aktiebolag
Capgemini Sverige AB
Carl Bennet AB
Castellum Aktiebolag
Caverion Sverige AB
CellMark Aktiebolag
Cloetta Sverige AB
Com Hem Aktiebolag
Corem Kelly AB
Cramo AB
Daloc Futura AB
DeLaval International AB
Derome Aktiebolag
Domsjö Fabriker Aktiebolag
Duni AB
E.ON Energidistribution Aktiebolag
E.ON Energiinfrastruktur AB
E.ON Sverige Aktiebolag
Einar Mattsson AB
Elanders AB
Elekta AB (publ)
Elfa International AB
Emhart Glass Sweden AB
Enertech AB
Eniro Group AB
Ericsson AB
Erik Selin Fastigheter Aktiebolag
Erik Thun AB
Ernst & Young Aktiebolag
Ernst Rosén AB
Eskilstuna Energi och Miljö Aktiebolag
Eskilstuna Kommunfastigheter Aktiebolag
Eskilstuna Kommunföretag Aktiebolag
Essity Hygiene and Health Aktiebolag
EuroMaint Rail AB
Euromaster Aktiebolag
EVERY AB
Exertis CapTech Aktiebolag
Fagerhults Belysning Aktiebolag
Falck Sverige AB
Fasetten AB
Fastighets AB Balder
FM Mattsson AB (publ)
Byggmax Group AB
Bygma AB
Fortum Sverige AB
Fresenius Kabi AB
Förvaltningsaktiebolaget Framtiden
G. Toveks Bil Aktiebolag
Gambro Lundia AB
GEODIS Sweden AB
Getinge AB
Gota Media AB
Green Cargo AB
Grimaldi Industri Aktiebolag
Gränges AB
Gränges Finspång AB
Guldfågeln Aktiebolag
Gunnebo Industrier Aktiebolag
Gävle Stadshus Aktiebolag
Göteborg Energi Aktiebolag
Göteborgs stads bostadsaktiebolag
Göteborgs Stadshus AB
Götenehus Group AB
Haldex Aktiebolag
Hedin Göteborg Bil Aktiebolag
Hedin Mobility Group AB (publ)
Heimstaden AB
HELMIA Aktiebolag
Helsingborgshem AB
Hexagon Aktiebolag
HI3G Access AB
Hitachi Energy Sweden AB
Holmen Aktiebolag
Hufvudstaden AB
Humana Assistans AB
Husqvarna AB
Hydro Extrusion Sweden AB
Hydroscand Aktiebolag
ICA Gruppen Aktiebolag
ICA Sverige AB
Iduna AB
IKEA Industry Hultsfred AB
Indutrade Aktiebolag
Input Interiör Sweden Aktiebolag
Intersport Sverige Aktiebolag
Intrum AB
Inwido AB (publ)
ISS Facility Services AB

Forenade Care AB	ITAB Shop Concept AB
Forsmarks Kraftgrupp Aktiebolag	JCE Group Aktiebolag
JM AB	Momentum Industrial AB
JSB Gruppen AB	Mycronic AB (publ)
Jämtkraft Aktiebolag	Mälarenergi AB
Jönköping Energi Aktiebolag	Möller Bil Sverige AB
K-Svets Förvaltnings Aktiebolag	Mölnlycke Health Care AB
KABE Group AB	Nasdaq Technology AB
Kalmar Kommunbolag AB	NCC Aktiebolag
Kesko AB	Nederman Holding Aktiebolag
KG Knutsson Aktiebolag	Nestlé Sverige Aktiebolag
Knowit Aktiebolag (publ)	Neudi & C:o AB
Kongsberg Automotive AB	New Wave Group AB
Kopparbergs Bryggeri Aktiebolag	NIBE Industrier AB
Kraftringen Energi AB (publ)	Nobel Biocare AB
L E Lundbergföretagen Aktiebolag (publ)	Nobia AB
Lagercrantz Group Aktiebolag	Nordstjernan Aktiebolag
Lagerstedt & Krantz AB	NOTE AB (publ)
Lammhults Design Group AB	Nouryon Functional Chemicals AB
Lantmännen Cerealia AB	Nouryon Pulp and Performance Chemicals AB
Lecabgruppen Aktiebolag	Nynas AB
Lernia AB	O.F. Ahlmark & Co eftr. aktiebolag
Leröy Sverige Aktiebolag	Octapharma AB
Lifco AB (publ)	OEM International Aktiebolag
Life Europe AB	OK-Q8 AB
Liljedahl Group AB	OKG Aktiebolag
Lindab International AB	One Nordic AB
Linde Sverige AB	OneCo Networks AB
Lindéngruppen Aktiebolag	Optimera Svenska AB
Liseberg Aktiebolag	Orica Sweden AB
Livan Holding AB	Outokumpu Stainless AB
Loomis AB	P & D Bronsman AB
Luleå Kommunföretag Aktiebolag	Peab AB
Lunds Kommuns Fastighets AB	Peab Asfalt AB
Luossavaara-Kiirunavaara Aktiebolag	Peab Sverige AB
M2 Asset Management AB	Polarbrödsgruppen Aktiebolag
Magnora Aktiebolag	Polykemi Aktiebolag
Martinsons Såg Aktiebolag	Pomona-gruppen Aktiebolag
Mastec AB	PostNord Group AB
Max Burgers Aktiebolag	Praktikertjänst Aktiebolag
Mekka Traffic Aktiebolag	Preem Aktiebolag
MEKO AB	PricewaterhouseCoopers i Sverige AB
Mellby Gård AB	Proact IT Group AB
Menigo Foodservice AB	ProfilGruppen AB
Metsä Tissue AB	ProfilGruppen Extrusions AB
Midsona AB	Pulsen AB

Mitsubishi Logisnext Europe AB
 MKB Fastighets Aktiebolag
 Q-Med Aktiebolag
 Ragn-Sells Recycling AB
 RAMUK Aktiebolag
 Rederi Aktiebolaget Soya
 Rederiaktiebolaget Gotland
 Rejlers AB (publ)
 Renova Aktiebolag
 Rexel Sverige AB
 Ringhals AB
 Rizzo Group AB
 Robert Bosch Aktiebolag
 Rottneros AB
 Roxtec AB
 Runsvengruppen Aktiebolag
 Rusta AB
 SAAB Aktiebolag
 Saab Kockums Aktiebolag
 SAFT Aktiebolag
 Sandberg Development AB
 Sandvik Aktiebolag
 Santa Maria AB
 SAS AB
 Scandagra Group AB
 Scania CV Aktiebolag
 Schenker AB
 SECTRA Aktiebolag
 Securitas AB
 Selecta AB
 Semcon Aktiebolag
 Setra Group AB
 Setra Trävaror AB
 SJ AB
 Skanska AB
 Skanska Rental AB
 Skellefteå Kraftaktiebolag
 SKF Mekan Aktiebolag
 SKF Sverige Aktiebolag
 SkiStar Aktiebolag
 Skobes Bil Aktiebolag
 Smurfit Kappa Kraftliner Piteå Aktiebolag
 Solar Sverige Aktiebolag
 Spendrups Bryggeriaktiebolag
 SSAB AB
 SSAB EMEA AB
 Pågen Aktiebolag
 Påengruppen Aktiebolag
 Stena Metall Aktiebolag
 Stenvalls Trä Aktiebolag
 Stockholm Exergi AB
 Stockholm Vatten VA AB
 Stockholms Stadshus AB
 Stora Enso Skog Aktiebolag
 Studsvik AB
 Svea Ekonomi AB
 Sveaskog Förvaltnings Aktiebolag
 Svensk Cater AB
 Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA
 Svenska Foder Aktiebolag
 SWECO AB (publ)
 SWECO Environment AB
 Swedish Match AB
 Swedish Orphan Biovitrum AB (publ)
 Swerock Aktiebolag
 Sydskånes avfallsaktiebolag, SYSAV
 Systemair Aktiebolag
 Systembolaget Aktiebolag
 Tage Rejmes Bil Aktiebolag
 Tekniska verken i Linköping AB (publ)
 Tele2 AB
 Tele2 Sverige Aktiebolag
 Telefonaktiebolaget LM Ericsson
 Telge (i Södertälje) AB
 Telge Nät AB
 Telia Company AB
 Telia Nättjänster Norden AB
 Teracom AB
 Thomas Concrete Group Aktiebolag
 Tibnor Aktiebolag
 Tieto Sweden AB
 Trading House Scandinavia Aktiebolag
 Trelleborg Aktiebolag
 Trelleborg Sealing Solutions Kalmar AB
 Uddeholms AB
 Umeå Energi Aktiebolag
 Umeå Kommunföretag Aktiebolag
 Uponor AB
 Uppsalahem Aktiebolag
 V-TAB Holding AB (publ)
 Vasakronan AB (publ)
 Vattenfall AB

Stena Aktiebolag
Stena Line Scandinavia AB
Vida Aktiebolag
Villeroy & Boch Gustavsberg AB
voestalpine Precision Strip AB
Volati AB
Volkswagen Group Sverige AB
Volvo Lastvagnar Aktiebolag
VR Sverige AB
Vy Buss AB
Väderstad Holding AB
Västtrafik AB
Vätterledens Invest Aktiebolag
Wallenstam AB
Weland Aktiebolag
West Atlantic AB
WSP Sverige AB
XANO Industri AB
Xylem Water Solutions Manufacturing AB
Zinkgruvan Mining Aktiebolag
Ålö Aktiebolag
Örebrostäder Aktiebolag
Öresundskraft AB

VBG GROUP AB (publ)
Versteegh Gruppen Aktiebolag

Bilaga 2:

Sammanställning av tidigare studiers resultat

Faktor och författare	TS	LS	KS
<u>Storlek</u>			
Harrison och Widjaja (2014)	0	+ / -	0
Yazdanfar, Öhman och Homayoun (2019)	0	-	+
Iqbal och Kume (2014), Zeitun, Temimi och Mimouni (2017), Mostarac och Petrovic (2013)	+	0	0
Forsberg (2012), Akhtar (2012)	0	+	0
D'amato (2020)	+	+	+
<u>Lönsamhet</u>			
Akhtar (2012), Forsberg (2012), Harrison och Widjaja (2014)	0	-	0
Yazdanfar, Öhman och Homayoun (2019)	0	-	-
D'amato (2020)	-	-	-
Mostarac och Petrovic (2013), Zeitun, Temimi och Mimouni (2017),	-	0	0
Iqbal och Kume (2014)	+ / -		
<u>Tillgångsstruktur</u>			
Iqbal och Kume (2014), Zeitun, Temimi och Mimouni (2017), Mostarac och Petrovic (2013)	+	0	0
Yazdanfar, Öhman och Homayoun (2019)	0	+	-
Harrison och Widjaja (2014), Akhtar (2010), Forsberg (2012)	0	+	0
D'amato (2020)	-	+	-

TS= Totala skulder: LS= Långfristiga skulder: KS= Kortfristiga skulder

