

Företagsvärde och kapitalstruktur på den svenska börsen

**En empirisk studie av relationen mellan
företagsvärde och kapitalstruktur på
Stockholmsbörsen**

Av: Oskar Ståhl & Maksym Variichuk

Handledare: Darush Yazdanfar
Södertörns högskola | Institutionen för Samhällsvetenskap
Kandidatuppsats 15 hp
Företagsekonomi C | Vårterminen 2023



Förord

Först och främst vill författarna till denna studie rikta ett stort tack till handledare Darush Yazdanfar såväl som opponentgrupper som medfört värdefulla insikter och goda råd i framställandet av denna kandidatuppsats.



Oskar Ståhl



Maksym Variichuk

Abstract

This study aims to search for a relationship between enterprise value and capital structure. It specifically targets the Swedish stock market OMXS small cap, observing 48 companies listed on the market between the years 2014-2019. The methodology used is a multiple regression analysis with the dependent variable being the enterprise value and the independent variable being the debt to equity ratio along with five other mediating variables.

The result of the analysis show a statistically significant but negative relation between enterprise value and debt to equity ratio, generating evidence supporting the pecking order theory.

Keywords: Pecking order theory, Capital structure, Enterprise value, Stockholm exchange, OMXS

Glossary

OMXS	<i>Stockholm Stock Exchange, a place for trading securities.</i>
Small cap	<i>Size classification of companies on the Stockholm Stock Exchange.</i>
SME	<i>Small and Medium sized Enterprises, describes the size of companies.</i>
Kapitalstruktur	<i>Defined as a company's distribution between internal and external capital.</i>
Skuldsättningsgrad	<i>Independent variable showing the amount of debt in relation to equity.</i>
Företagsvärde	<i>Dependent variable that accounts for the total value of a company.</i>
ROE	<i>Return on equity.</i>
EBITDA	<i>Value of equity before interest, taxes, fees and depreciation.</i>
Vinstmarginal	<i>The margin between the costs of the business and the revenue for sold goods.</i>
G	<i>As turnover, shows the amount of capital the company generated through sales.</i>

Sammanfattning

Denna studie syftar till att undersöka om det finns en relation mellan företagsvärde och kapitalstruktur. Urvalet för studien är bolag noterade på Stockholmsbörsen OMXS small cap, där 48 bolag identifierats mellan åren 2014-2019. Metoden som applicerats för att undersöka denna studie är en multipel regressionsanalys där den beroende variabeln är företagets värde och den oberoende variabeln är skuldsättningsgraden samt ytterligare fem oberoende variabler. Regressionsresultatet visar på ett statistiskt signifikant samband mellan företagsvärde och skuldsättningsgrad som även är negativt, vilket genererar bevis som stöder pecking order teorin.

Nyckelord: Pecking order teori, kapitalstruktur, företagsvärde, Stockholmsbörsen, OMXS

Ordlista

OMXS	<i>Refererar till Stockholmsbörsen, en plats för handel av värdepapper.</i>
Small cap	<i>Hänvisar till storleksindelningen av företag på Stockholmsbörsen.</i>
SME	<i>Engelska för Small and Medium sized Enterprises, beskriver storlek på företag.</i>
Kapitalstruktur	<i>Definieras som ett företags fördelning mellan internt och externt kapital.</i>
Skuldsättningsgrad	<i>Oberoende variabel som visar mängden skulder i förhållande till eget kapital.</i>
Företagsvärde	<i>Beroende variabel som redovisar för det totala värdet för ett företag.</i>
ROE	<i>Avkastning på eget kapital.</i>
EBITDA	<i>Värdet av det egna kapitalet före ränta, skatter, avgifter och avskrivningar.</i>
Vinstmarginal	<i>Marginalen mellan kostnaderna för verksamheten och intäkterna för sålda varor.</i>
G	<i>Som omsättning, visar på mängden kapital som företaget genererat genom försäljning.</i>

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problematisering	3
1.3 Syfte	4
1.4 Problemformulering	4
1.5 Avgränsning	5
2. Teoretiskt ramverk & tidigare empirisk forskning	6
2.1 Kapitalstruktur	6
2.2 Pecking order teorin	7
2.3 Asymmetrisk information	7
2.4 Tidigare empirisk forskning	8
2.5 Sammanfattning av teori	11
3. Metod	12
3.1 Metodval	12
3.2 Kvantitativ forskning	13
3.3 Forskningsdesign	13
3.4 Urval	14
3.5 Bortfall	14
3.6 Datainsamling	14
3.6.1 Litteratur	15
3.6.2 Insamling av kvantitativ sekundärdata	15
3.7 Operationalisering	15
3.7.1 Regressionsanalys och hypotesprövning	15
3.7.2 Multikollinearitet	17
3.7.3 Variabler	17
3.7.4 Mått och variabler forts	20
3.8 Regressionsanalys & regressionssekvation	21
3.9 Kvalitetsmått	22
3.9.1 Reliabilitet	22
3.9.2 Validitet	23
3.10 Metodkritik	25
4. Resultat av den empiriska analysen	27
4.1 Deskriptiv statistik	27
4.2 Korrelationsanalys	28
4.3 Sammanfattning av regressionsanalys	29
5. Analys och diskussion	30
5.1 Kapitalstruktur	30
5.2 Lönsamhet	31
5.3 Tillväxt	32
6. Slutsats	33
7. Förslag till fortsatta studier	35
Källförteckning	37
Bilagor	44
Bilaga 1: Företag	44

Tabellförteckning

Tabell 1: Sammanfattning av tidigare empirisk forskning	10
Tabell 2: Definition av finansiella nyckeltal	20
Tabell 3: Deskriptiv statistik 1	27
Tabell 4: Deskriptiv statistik 2	27
Tabell 5: Korrelationsanalys	28
Tabell 6: Regressionsresultat	29

1. Inledning

Det inledande stycket presenterar bakgrunden till studien och ger en inblick i små och medelstora företags finansieringsalternativ och de risker som medförs.

1.1 Bakgrund

Relationen mellan kapitalstruktur och företagsvärde spelar en avgörande roll ur en investerares perspektiv (Dang, Vu, Ngo & Hoang 2019). En av de mer centrala faktorerna som en investerare bedömer är värdet på ett företag då den har en stark korrelation med aktievärdet. Detta beror på att företagsvärdet har ett direkt samband med aktiernas marknadspris, eftersom det är en indikator för hur marknaden uppfattar företaget (Nursetya & Hidayati 2021). Ett högt företagsvärde förknippas med god prestation vilket återspeglas på företagets aktier, som i sin tur resulterar i högre aktiekurs och ökad välfärd för aktieägarna. Därigenom lockas flera investerare till bolaget (Hirdinis 2019) eftersom det ligger i ett företags natur att generera den högsta möjliga avkastningen till sina intressenter (Dang et al. 2019). Beräkningen av ett företags värde används ofta av investerare för att jämföra olika verksamheter. Genom en applikation av olika metoder kan dessa beräkningar ta hänsyn till en rad faktorer, bland annat kassa och skulder, avkastning på eget kapital (ROE), avkastning på tillgångar (ROA) och ekonomiskt värde som adderas (EVA) (ibid.). Företagsvärdet fungerar därför som ett viktigt riktmärke för investerare när de genomför en bedömning av företagets prestation och framgång (Nursetya & Hidayati 2021). Det bör dock noteras att företagsvärdet inte endast är av intresse för investerare, utan även långivare. Långivare ser till företagsvärdet som ett företags framtida förmåga att återbetala långsiktiga skulder då de relaterar företagsvärdet till värdet på företagets likviditet (Hirdinis 2019).

Syftet med ett företags finansieringsbeslut och kapitalstruktur är att öka företagsvärdet (Hirdinis 2019). Kapitalstruktur främjar tillväxtpotentialen hos företaget (Chen 2002) och utgör en viktig grundsten för organisationens dagliga planering och utveckling (Corelli 2018, s. 223). Ett företags kapitalstruktur definieras som en kombination av olika finansieringskällor som en organisation tillhandahåller på grund av deras finansieringsbeslut (Li, Niskanen & Niskanen 2019).

När det kommer till den optimala kapitalstrukturen talas det om en balans mellan företagets egna kapital och skulder. Genom att kombinera dessa två finansieringskällor kan ett företag åstadkomma en hävstångseffekt. Hävstångseffekten påstås ha ett signifikant samband med företags värde, då en ökad hävstång även ökar marknadens uppfattning om värde (Chen 2002). En ökad belåning kan emellertid också medföra högre risk för konkurs. Speciellt under sämre ekonomiska tider, där företagets rörelsevinst inte kan täcka räntan av skulderna, vilket kan leda till konkurs för lågkvalitativa bolag (Hirdinis 2019). Vidare kan överdriven belåning även hämma företagets utveckling (Setiadharna & Machali 2017). Detta eftersom skuldsättningsgraden signaleras till marknaden och kan få aktieägare att tänka två gånger innan de investerar (Chen 2002). Företagsvärdet kommer däremot öka i takt med skuldsättningsgraden, så länge förhållandet mellan eget kapital och skulder blir högre kommer företagsvärdet öka i takt med det tills den har uppnått sin optimala punkt (Hirdinis 2019). Varje enstaka ökning av skuldsättningen efter den optimala punkten kommer minska värdet på företaget (Modigliani & Miller 1958). Trots det är den optimala punkten svår att definiera då den kan variera utifrån ett gäng variabler, såsom företagets storlek, ålder och tillgångsstruktur (Öhman & Yazdanfar 2017).

Huruvida ett företag beslutar kombinationen av finansieringskällor kan variera utifrån ett antal faktorer. En etablerad teori kring detta är *Pecking order teorin*, som beskriver att beslutsfattandet grundar sig i en typ av hierarkisk prioriteringsordning. Ordningen baseras på informationsasymmetrin som uppstår mellan två parter. En högre grad av asymmetrisk information har en direkt korrelation med högre kostnader för extern finansiering (Chen 2002).

Graden av asymmetrisk information har en tendens att vara högre bland små och medelstora företag (SME), som i denna studie definieras synonymt med börsnoterade small cap-bolag. Den höga graden av asymmetrisk information kan förklaras av det faktum att mindre företag generellt sett är mindre transparenta avseende information kring sina leverantörer, kunder och anställda och håller denna information privat. Dessutom tenderar deras finansiella rapporter innehållsmässigt att ha en lägre grad av kvalitativ information, men även svårigheter med att bygga rykte för att signalera högkvalitativt beteende (Berger & Udell 1998). Detta resulterar i det främsta hinder som SME's står för, nämligen tillgången till finansiering (Hutchinson & Xavier

2006). Informationsasymmetrin har medfört en mycket begränsad tillgång till extern finansiering direkt från finansmarknaden, vilket sätter begränsningar på SME's tillväxt och utveckling, och därmed påverkar företagsvärdet (Li et al. 2019). Ett företagsvärde går att definiera som en funktion av företagets finansiering vilket innebär att värdet på tillgångar, mängden försäljning och storleken på skulder såväl som antaganden om framtiden, är alla faktorer som definierar ett företags värde (Dang et al. 2019). Med begränsade finansieringsalternativ står SME's inför en större utmaning för att åstadkomma en hävstångseffekt och kommer därmed undergå en längre process för att öka företagsvärdet (Chen 2002). Då SME's i enlighet med pecking order teorin till stor del finansierar sig med eget kapital elimineras samtliga kostnader som associeras med informationsasymmetrin (Öhman & Yazdanfar 2017).

1.2 Problematisering

Studierna gällande relationen mellan just kapitalstruktur som reflekteras av skuldsättningsgraden och företagsvärde är många, likväl resultaten. Det saknas en konsensus kring precis hur stark relationen är, och i vissa fall om den över huvud taget finns. Enligt Modigliani & Miller's (1958) välkända, men även kritiserade teorem, proposition ett (M&M 1) menar de att kapitalstrukturen inte på något sätt kan påverka företagets värde. Utgångspunkten för ett företags värde anses istället vara det diskonterade nuvärdet av framtida kassaflöden. De antaganden som görs i *M&M 1* utgår även från att det råder perfekta kapitalmarknader samtidigt som de bortser från både transaktionskostnader och skatter. Med det så förs argumentet att det inte finns en bättre eller sämre fördelning av eget kapital och skuldsättning (ibid.). *M&M 2* som Modigliani och Miller presenterar tar istället hänsyn till skatt och transaktionskostnader och menar att aktieägarnas avkastningskrav ökar i proportion till företagets skuldsättning samtidigt som det uppstår en viss hävstångseffekt (ibid.). Företagets kostnad för det egna kapitalet blir därmed proportionell mot dess hävstång. Eftersom en högre hävstång kräver högre skuldsättning och därmed ökad risk. Det återspeglas sedan i högre kostnad på det egna kapitalet i form av avkastning till investerare för att kompensera risken (ibid.). Avsaknandet av en relation mellan just kapitalstruktur och företagsvärde påpekas fortfarande.

Sett till tidigare studier återfinns en del gemensamma nämnare eftersom samtliga undersöker börsnoterade bolag med hjälp av finansiella nyckeltal för att se till relationen mellan

kapitalstruktur och företagsvärde. Studierna är alla publicerade under 2000-talet samtidigt som de redovisar för varierande resultat. De studier som redovisar för ett negativt resultat eller en icke signifikant relation (Almahadin & Orud 2019), (Nursetya & Hedayati 2021), (Chen 2002) tenderar att hänvisa till pecking order teorin och avsaknaden av en relation mellan kapitalstruktur och företagsvärde. Chen (2002) menar även på att så kallade yttre faktorer kan ligga bakom de statistiska undersökningarna som visar på avsaknaden av en relation.

Andra studier, som istället redovisar statistiskt signifikanta resultat för relationen mellan kapitalstruktur och företagsvärde motsäger studierna som presenterades ovan, trots att det återfinns flera likheter i undersökningsmetodiken (Hirdinis 2019) (Dang et al. 2019). Sammantaget att det inte redovisas för en tydlig konsensus kring relationen mellan företags kapitalstruktur och dess värde ämnar denna studie att bidra med ytterligare insikt i ämnet. Genom att se till ett område inom ämnet där det utifrån vår undersökning saknas gedigna studier är förhoppningen att bidra med ytterligare en infallsvinkel och föra diskussionen kring relationen vidare.

1.3 Syfte

Syftet med denna studie är att analysera sambandet mellan kapitalstruktur och företagsvärde i svenska small cap-bolag som är och har varit noterade på Stockholmsbörsen. Detta för att identifiera en eventuell relation mellan kapitalstruktur och företagsvärde samt bidra med ytterligare infallsvinklar inom området.

1.4 Problemformulering

Finns det en statistiskt signifikant relation mellan kapitalstruktur i termen av skuldsättningsgrad och företagsvärde hos bolag noterade på Stockholmsbörsen?

1.5 Avgränsning

Studien ämnar att undersöka svenska bolag noterade på Stockholmsbörsen, närmare bestämt OMXS Small Cap. För att uppnå en adekvat tidsram som anses vara representativ för urvalet, avgränsas den valda urvalsgruppen ytterligare genom att inkludera endast de företag som har varit noterade på Stockholmsbörsen i minst sex år mellan perioden 2014 och 2019. I linje med Fama och French (1992) samt Li (et al. 2019) väljer studien även att bortse från finansiella bolag och fastighetsbolag då deras skuldsättningsgrad och hävstång inte går att jämföra med andra bolag inom utomstående branscher. Dessa parametrar används främst för att begränsa den totala datamängden som samlas in, samtidigt som studien håller sig inom de tidsramar som har fastställts av uppdragsgivaren.

2. Teoretiskt ramverk & tidigare empirisk forskning

Följande del ämnar att skapa ett teoretiskt ramverk med relevanta teorier och begrepp som kopplas samman med studiens syfte och forskningsområde.

2.1 Kapitalstruktur

Ur intressenternas perspektiv, men i synnerhet aktieägarna, är företagsvärde en viktig aspekt att ta hänsyn till (Dang et al. 2019). En aspekt som till stor del återspeglas av bolagets finansieringsbeslut och därav härstammar i kapitalstrukturen (Li et al. 2019).

Kapitalstrukturteorins rötter har sitt ursprung i de två propositionerna som presenterades av Modigliani och Miller (1958). Med ett antal antaganden, som har ifrågasatts till och från, menar deras första proposition *M&M 1* att ett företags kapitalstruktur inte har en direkt relation till företagets värde. Dessa antaganden tar inte hänsyn till skatt och utgår från att marknaden är effektiv (Modigliani & Miller 1958). *M&M 2* ämnar sig bättre för verkligheten då den tar med både skatt och transaktionskostnader i beräkningen samtidigt som marknaden inte antas vara fullständigt effektiv. Där återfinns även en viss nivå av asymmetrisk information mellan aktörerna (Modigliani & Miller 1958).

Begreppet kapitalstruktur ämnar att förklara verksamhetens finansiering och dess fördelning mellan interna och externa medel. Fördelningen mellan de olika finansieringsalternativen görs ofta utifrån frågan gällande lönsamhet, med målet att uppnå en låg kapitalkostnad och ett högre genererat värde (Hirdinis 2019). Vid valet av kapitalstruktur blir även aktieägarna en viktig faktor att beakta, då beslut som gynnar verksamheten och ökar dess värde är av företagsledarens intresse såväl som aktieägarnas (Hillier et al. 2020, ss. 466-469). En välbalanserad kapitalstruktur är nyckeln till förbättrad produktivitet och resultat, där ett balanserat förhållande mellan skuldsättning och eget kapital bidrar till en hävstångseffekt och kan leda till ett ökat företagsvärde. Om förhållandet mellan skuldsättning och eget kapital blir högre kommer företagsvärdet öka i takt med det, tills den har uppnått sin optimala punkt (Hirdinis 2019). När kapitalstrukturpositionen överstiger den optimala punkten, minskas företagsvärdet vid varenda ökning av skuldsättningen (Modigliani & Miller 1958).

2.2 Pecking order teorin

Pecking order teorin klassificeras som en av de mest inflytelserika teorierna inom finansiell ekonomi när det talas om kapitalstruktur och nyttjandet av hävstångseffekten. Som beskrivits i tidigare stycke behandlar teorin en sorts hierarkisk prioriteringsordning som en organisation följer vid valet av finansieringskällor (Myers 1984). I toppen av denna prioriteringsordning finner man finansiering genom internt tillförda medel, med andra ord finansiering genom eget kapital eller kvarlämnade vinster som ackumulerats efter årets slut. Storleken på de interna medel som ett företag kan generera beror på bland annat kassaflöde från rörelse, investeringar, utdelning samt skulder och tillgångar (ibid.). Dessa medel har en tendens att variera vilket kan vara särskilt problematiskt för mindre företag samt företag med skiftande lönsamhet (Martinez, Scherger & Guercio 2019). Om finansiering genom internt tillförda medel inte genererar nog med kapital kan företag i andra hand finansiera sig genom externa medel, som till exempel lån från kreditinstitut och leverantörer, och i sista hand genom utgivning av värdepapper eller nyemissioner. Denna prioritetsordning grundar sig på informationsasymmetrin som uppstår mellan två parter i en transaktion (Myers 1984). Den asymmetrisk informationen är anknuten till verifikationskostnader, adverse selection och moral hazard (Öhman & Yazdanfar 2017), där en högre grad av asymmetrisk information korrelerar direkt till en högre kostnad för extern finansiering (Myers 1984).

2.3 Asymmetrisk information

Asymmetrisk information spelar en avgörande faktor i valet av finansieringskälla för ett företag. Som ovan nämnt uppvisar mängden asymmetrisk information en direkt korrelation till kostnaden för extern finansiering (Gao & Zhu 2015). Denna kostnad uppstår på grund av den varierande mängd information två parter besitter vid en transaktion, även kallat adverse selection. Kreditgivare och investerare har inte tillgång till samma mängd finansiell och organisatorisk information som företagsledningen, vilket innebär en risk för intressenterna (Murray, Goyal & Shen 2020). Företagsledningen anses besitta information kring ett projekts nuvärde och den reella gentemot den teoretiska aktiekursen (ibid.). Ledningen på bolag som har en kapitalstruktur bestående av eget kapital och skulder har även en tendens att överinvestera i projekt med ett negativt nettonuvärde, vilket skapar en omedveten risk för intressenterna (Pawlina & Renneboog 2005). Eftersom marknaden inte har tillgång till samma mängd information kan den kräva en

premie på kapitalet, för att motverka den risk som finansieringsbeslutet kan innebära (ibid.). Vilket i sin tur leder till den högre kostnaden att anskaffa externt kapital. Denna kostnad är rörlig och ökar med mängden asymmetrisk information, vilket leder till att företag tenderar att välja interna finansieringskällor över externa (Murray, Goyal & Shen 2020). Därav befinner sig finansiering via utgivning av värdepapper eller nyemission som en sista utväg, då informationsasymmetrin under sådana förhållanden anses vara som högst (Myers 1984).

2.4 Tidigare empirisk forskning

Pecking order teorin, som myntades 1961 av Donaldson och modifierades av Myers och Majluf år 1984 har haft en stark närvaro inom forskningen om kapitalstruktur, där den har klassificerats som en av de mest inflytelserika teorierna kring kapitalstruktur och nyttjandet av hävstångseffekten (Myers 1984). Man skulle även kunna hävda att teorin är särskilt relevant för SME´s, eftersom kostnaden för det externa kapitalet är högre för små bolag, än för stora och etablerade organisationer (Michaelas, Chittenden & Poutziouris 1999). Med det sagt har en stor mängd forskning applicerat teorin för att förklara organisationers beslutfattande när det kommer till finansiering och kapitalstruktur.

Det återfinns två teorier som syftar till att förklara ett företags finansieringsbeslut, nämligen pecking order och trade off teorin. En studie utförd av Watson och Wilson (2002) undersökte huruvida företag i praktiken faktiskt följer den hierarkiska ordningen som pecking order teorin presenterar. Med ett urval på 629 SME´s, som har sitt ursprung i England, pekar resultatet på att företaget i faktum föredrar finansiering genom interna framför externa medel, på grund av kostnaderna som den asymmetriska informationen medför på extern kapitalanskaffning.

Liknande resultat presenteras av Lopez-Gracia och Sogorb-Mira (2008), vars studie syftar till att identifiera vilken av dessa två teorier (pecking order & trade off teorin) som bäst kan förklara SME´s val av kapitalstruktur. Studien realiserades under en tioårsperiod med en population på 3569 små och medelstora spanska bolag. Resultatet tyder på att de båda teoretiska modellerna bidrar till att förklara SME´s kapitalstruktur, med bevis på att SME´s följer en sorts finansieringhierarki som pecking order teorin beskriver. Dessutom kunde författarna identifiera att både företags storlek och ålder var av vikt för företagsvärdet.

En annan studie som presenterades av Chen och Chen (2011), vars underliggande syfte la fokus på att undersöka sambandet mellan kapitalstruktur och företagsvärde med pecking order-teorin som utgångspunkt. Undersökningen utfördes på taiwanesiska börsnoterade företag under perioden 2005 till 2009 och återfann en statistiskt signifikant korrelation och ett negativt samband mellan kapitalstruktur och företagsvärde. Liknande resultat presenterade Dang (et al. 2019) vars syfte förelåg på att studera effekterna av tillväxt, företagsstorlek, kapitalstruktur och lönsamhet på företagsvärde. Resultatet pekade på en tydlig korrelation mellan företagsvärde och alla dem ovannämnda variablerna.

Hirdinis (2019) utförde ytterligare en studie med syftet att undersöka effekterna av kapitalstruktur, lönsamhet och företagsstorlek på företagsvärde i noterade gruvbolag på den indonesiska börsen under perioden 2011-2015. Resultatet visar på att kapitalstruktur och företagsstorlek i faktum har en statistisk signifikant korrelation till företagsvärde, där sambandet likt Chen och Chen (2011) är negativt, men kunde till skillnad från Dang (et al. 2019) inte identifiera någon korrelation mellan lönsamhet och företagsvärde. Astriana, Nurcholisah, och Nurhayati (2019) undersökte en annan aspekt nära kopplad till kapitalstruktur, nämligen hävstångseffekten. Studien undersökte sambandet mellan hävstång, företags storlek och företagsvärde. Resultatet indikerade att företagsvärde har ett positivt samband med hävstångseffekten, men kunde till skillnad från Hirdinis (2019) identifiera något väsentligt samband mellan företagsstorlek och företagsvärde.

Författare	Metod & Variabler	Resultat
Watson, R Wilson, N	<i>Metod:</i> Regressionsanalys <i>Variabler:</i> Totala tillgångar, Vinstmarginal, Tillväxt & DER	Bolag föredrar finansiering med interna medel över externa
López-Gracia, J Sogorb-Mira, F	<i>Metod:</i> Least Squares (LS) regression <i>Variabler:</i> Kassaflöde (CF), finansieringsunderskott (FD), tillväxt & DER	Båda teorierna förklarar företags finansieringsbeslut
Chen, L-J Chen, S-Y	<i>Metod:</i> Regressionsanalys <i>Variabler:</i> Företagsvärde ROA, skuld & företagsstorlek	Statistiskt signifikant samband mellan företagsvärde och kapitalstruktur
Dang, H.N Vu, V.T.T Ngo, X.T Hoang, H.T.V	<i>Metod:</i> Regressionsanalys <i>Variabler:</i> EV, Tobins Q, företagsstorlek, DER, ROE & ROA	Statistiskt signifikant samband mellan EV och företagsstorlek, DER, ROE och ROA
Hirdins, M	<i>Metod:</i> Regressionsanalys <i>Variabler:</i> Företagsvärde, kapitalstruktur, företagsstorlek & lönsamhet	Statistiskt signifikant samband mellan företagsvärde, kapitalstruktur och företagsstorlek. Men inget samband mellan företagsvärde och lönsamhet
Astriana, G Nurcholisah, K Nurhayati, N	<i>Metod:</i> Regressionsanalys <i>Variabler:</i> Hävstång, företags storlek & företagsvärde	Statistiskt signifikant samband mellan företagsvärde och hävstång. Men inget samband mellan företagsstorlek och företagsvärde

Tabell 1: Sammanfattning av tidigare empirisk forskning

2.5 Sammanfattning av teori

Som tidigare presenterats ämnar denna studie att beskriva och analysera det eventuella sambandet mellan kapitalstruktur och företagsvärde. De teorier som initialt presenterats betraktas starkt förknippade med kapitalstruktur och således bäst lämpade till att förklara varför företag anammar vissa finansieringsbeslut utöver andra. Vidare stöds teorierna av tidigare forskning som stärker teoriernas relevans och dess faktiska applikation i verkligheten. Med detta i åtanke har författarna valt ut pecking order teorin samt teorin om asymmetrisk information som lämpliga verktyg för att förklara beslutsfattandet gällande företags kapitalstruktur. Fortsättningsvis ska nyss nämnda teorier ligga till grund för valet av variabler såväl som framtagandet och prövandet av hypoteser.

3. Metod

Denna del ämnar att beskriva de metoder som studien valt att använda sig av för att nå fram till sin slutsats. Genom att belysa de valen som gjorts samt för och nackdelar ämnar följande del att ge läsaren en inblick i tillvägagångssättet och samtidigt öppna upp för eventuell kritik och förbättringar.

3.1 Metodval

Gällande valet av metod, där det står mellan en positivistisk och hermeneutisk utgångspunkt, faller valet, som är i linje med studiens syfte, på den positivistiska inriktningen. Detta främst på grund av de valda metodens förmåga att tydligt separera teori och forskning, men även antaganden gällande verkligheten och de mönster och regler som den följer (Bryman & Bell 2014 ss. 36-37). Inom den positivistiska utgångspunkten återfinns tre huvudsakliga metoder gällande genereringen av slutsatser, varav en benämns deduktivism. De främsta egenskaper som deduktivismen bär med sig är dess förmåga att möjliggöra testandet av kvantitativa hypoteser. Samtidigt tar den hänsyn till mätbar data och ger dessutom utrymme för att generera slutsatser kring ett specifikt urval (Alqisie 2014), (Sudiyatno et al. 2021), (Bryman & Bell 2014 ss. 36-37). Dessa ovan nämnda egenskaper stärker beslutet kring metodvalet ytterligare.

Vid genomförandet av en jämförelse mellan positivismen och hermeneutiken tydliggörs ytterligare argument som stärker beslutet då den hermeneutiska ansatsen främst används för att tolka och förstå text och litteratur (Nationalencyklopedin u.å). Positivismen, som istället testar hypoteser och ser till mätbar data, anses därmed bättre lämpad. Motiveringen av det positivistiska valet kan även med mer direkta termer kopplas samman med den stora mängd data som studien behandlar, som är utspridd över flera år, samt den valda statistiska metoden. Även hypotesprövningen är en central del som möjliggörs vid valet av den positivistiska inriktningen och den deduktiva ansatsen.

3.2 Kvantitativ forskning

I forskningssammanhang återfinns två huvudsakliga utgångspunkter. Med anpassning till den aktuella studien anser författarna att den kvantitativa metoden är bäst lämpad, därmed väljs den kvalitativa metoden bort. Detta främst med hänvisning till den kvantitativa metodens egenskaper, däribland en förmåga att samla in stora mängder empirisk och kvantifierbara data inom ett specifikt urval. Den passar in ytterligare med sin förmåga att undersöka sambandet mellan variabler. Dessa mäts främst numeriskt och kan analyseras med hjälp av en mängd olika statistiska metoder (Saunders, Lewis & Thornhill 2012, s. 162). I jämförelse med den kvalitativa metoden anses även den kvantitativa metoden vara mer strukturerad vilket underlättar det praktiska arbetet med stora mängder data (Aspers & Corte 2019).

Utifrån studiens syfte, med utgångspunkt i att identifiera eventuella samband mellan kapitalstruktur och företagsvärde, faller valet därmed på den kvantitativa forskningsmetoden. Beslutet stöds även av tidigare studier inom liknande ämnen där bland annat Vinh-Vo och Ellis's (2017) undersökning examinerade relationen mellan kapitalstruktur och företagsvärde med hjälp av data från ekonomiska nyckeltal. Även Öhman och Yazdanfar (2017) undersökte kapitalstrukturen hos små och medelstora företag med fokus på långa och kortfristiga skulder. Båda undersökningarna applicerade den kvantitativa forskningsmetoden, genom att samla in data för att sedan testa hypoteser med stöd av statistiska metoder.

3.3 Forskningsdesign

Med målet att besvara studiens frågeställningar utgår författarna från en kvantitativ metod samt en deduktiv ansats och positivistisk inriktning. För att undersöka bolag noterade på OMXS Small Cap och deras relation mellan kapitalstruktur och företagsvärde har författarna valt att implementera metoden för regressionsanalys. Detta eftersom att det är en väl beprövad metod som kan användas för att beskriva ett samband mellan två variabler varav en beroende och en oberoende (Nationalencyklopedin u.å). Metoden är även flitigt använd i tidigare studier gällande kapitalstruktur och dess inverkan på olika variabler (Öhman & Yazdanfar 2017), (Aggarwal & Padhan 2017), (Hirdinis 2019), (Astriaana, Nurcholisah, & Nurhayati 2019). För att underlätta arbetet med regressionsanalysen används det statistiska programmet STATA. Där har samtlig

data gällande den deskriptiva analysen, korrelationsanalysen och regressionsanalysen hämtats och redovisats.

3.4 Urval

Avgränsningen som genomförts gällande aktuella företag för studien har utgått från två huvudsakliga kriterier. Dels att företaget är noterat på Stockholmsbörsen OMXS Small Cap, men också att det varit noterat i minst sex år, mellan perioden 2014-2019. Tidsfristen bestäms dels av det faktum att studien vill undvika att ta med coronapandemins effekter på börsen, samtidigt som den vill ge en representativ bild för urvalsgruppen. Relevanta nyckeltal och ytterligare finansiell information gällande samtliga företag har inhämtats från databasen Retriever Business samt Nasdaq Nordics hemsida. Utifrån kriterierna gällande notering och tidsfrist identifierades totalt 48 bolag som varit verksamma och noterade mellan 2014-2019.

3.5 Bortfall

Vid genomförandet av en kvantitativ studie återfinns alltid risken för ett visst bortfall som resulterar i att en viss mängd data är ofullständig och därmed inte går att använda (Woodridge 2020 s. 324). Utifrån studiens urval valdes en del företag bort aktivt. Av de totalt 90 bolag som är registrerade på OMXS small cap föll 35 bolag bort då det saknades fullständigt redovisad information via databasen Retriever Business för att ta med deras nyckeltal i beräkningarna. Det totala antalet företag som deltog i studien landade på 48 stycken, som i sin tur resulterade i 288 observationer.

3.6 Datainsamling

Vid genomförandet av denna studie krävdes en utbredd informationssökning för att fördjupa författarnas kunskaper kring ämnet och öka möjligheterna för en väl genomförd undersökning. Datainsamlingen utgick primärt från sekundärdata, som definieras av Thomas P. Vartanian i boken *Secondary Data Analysis* (2010) som information eller data som samlats in av en statlig organisation eller ett forskningsinstitut som sedan tolkas eller används av en tredje part. Därmed har vetenskapliga artiklar och kurslitteratur utgjort stommen för den information som inhämtats. Ytterligare har uppslagsverk och databaser använts för begreppsdefinitioner och samling av finansiell data. Nedan redovisas utförligt för den data som samlats samt operationalisering och begreppsdefinitioner gällande nyckeltalen som studien använder.

3.6.1 Litteratur

Genom sökning via etablerade sökmotorer som Google Scholar, databasen på Södertörns högskola samt Business Source Premier har författarna fått tillgång till en mängd relevanta artiklar och böcker som berör ämnet kapitalstruktur och företagsvärde. Med sökord som “capital structure”, “company value”, “corporate value”, “relation”, “SME” och dess motsvarigheter på svenska genererades en mängd publikationer. Skrifter som söktes fokuserade främst på “peer reviewed” artiklar publicerade i relativ närtid, helst inte tidigare än 2015. För att identifiera relevant litteratur användes både nyckelordssökning och kedjesökning genom relevanta artiklars källförteckningar. Kurslitteraturen som använts har även den härstammat från relevanta kurser i bland annat ekonomisk vetenskap och metodlära samt skrivandet av en B-Uppsats, främst med hänvisning till Bryman och Bell (2014).

3.6.2 Insamling av kvantitativ sekundärdata

Den finansiella data som samlats in i form av finansiella nyckeltal från årsredovisningar kännetecknas som sekundärdata. Som tidigare nämnt användes databasen Retriever Business och Nasdaq Nordics hemsida för att samla in informationen med ett tidsintervall från år 2014 till år 2019. Den information som hämtats från databaserna är i sin tur hämtad från de börsnoterade bolagens årsredovisning. Redovisningspraxis för noterade bolag har stadga i svensk lagstiftning vilket innebär att samtliga företag hålls till en viss standard. Detta bidrar till en ökad trovärdighet i de redovisade siffrorna från företaget, som Retriever Business och Nasdaq sedan sammanställer och som vi slutligen tagit del av.

3.7 Operationalisering

3.7.1 Regressionsanalys och hypotesprövning

Användningen av en multipel linjär regression ger möjligheten att utforska de oberoende variabelernas effekt på den beroende variabeln. Med denna matematiska modell eftersöks ett linjärt samband mellan variabelerna och illustrerar hur förändringar hos variabelerna kan påverka varandra (Woolridge 2020 s. 68). De oberoende variabelerna är de variabler som kan tänkas ha en inverkan på den beroende variabeln. Genom att samla data, i detta fall finansiella nyckeltal, för

både den beroende och de oberoende variablerna går det att med denna matematiska modell beskriva den linjära relationen sinsemellan (ibid.).

Denna studie ämnar att undersöka relationen mellan variablerna företagsvärde och kapitalstruktur, där variabler utifrån tidigare studier identifierats och redovisas för nedan. Genom att utföra en multipel linjär regressionsanalys tillsammans med en hypotesprövning kan det undersökas huruvida det återfinns ett signifikant samband mellan valda variabler (Woolridge 2020 s. 122). Hypotesprövningens huvuduppgift är att ge underlag för undersökningen av ett signifikant samband. Genom att framställa en nollhypotes (H_0) och en alternativhypotes (H_1) finns det två utgångspunkter som förhåller sig till resultatet av regressionen. Förutsatt att det finns signifikanta bevis för en relation mellan företagsvärde och kapitalstruktur kan vi med stor säkerhet förkasta H_0 och acceptera H_1 . Om det istället saknas signifikanta bevis för ett samband kan vi inte förkasta H_0 (ibid.). Inträffar detta saknas det tillräckligt med bevis för att visa på en relation mellan variablerna och studien kan behöva hämta ytterligare data för att undersöka relationen. Förkastningen och accepteringen av hypoteserna underlättar studiens förmåga att dra slutsatser kring relationen och ämnar därmed åt att presentera ett tydligt resultat. De hypoteser som kommer att nyttjas i denna studie, för att undersöka närvaron av ett signifikant samband mellan företagsvärde och kapitalstruktur presenteras under punkt 4.6.2.

För att säkerställa att variablerna visar på en signifikant statistisk relation har författarna valt att utgå från ett p-värde på 0,05, vilket omvandlas till 5 %. P-värdet är ett mått på den statistiska signifikansen i relationen mellan variablerna där ett mått över 5 % innebär en avsaknad av en signifikant relation mellan variablerna, och indikerar på större eventualitet att resultatet är av tillfällig karaktär. Ett mått under 5 % tyder på motsatsen och visar på ett signifikant statistiskt samband, ett kontinuerligt resultat, som ger underlag till att förkasta nollhypotesen och därmed acceptera alternativhypotesen (Woolridge 2020 ss. 133-134).

Studien kommer även se till regressionsanalysens t-värde som mäter variablernas avstånd från noll. Värdet på t indikerar signifikansen hos koefficienten, där den generella måttstocken ligger på över 1,96. Ett resultat som visar över ($<+1.96$) eller under (<-1.96) indikerar en stark

signifikans och därmed en stark påverkan på resultatet av variablerna (Woolridge 2020 ss. 133-135).

3.7.2 Multikollinearitet

Multikollinearitet beskriver främst relationen mellan två eller flera variabler och visar på deras korrelation. Ett högt värde på multikollinearitet kan påverka resultatet av regressionen och även den statistiska signifikansen (Woolridge 2020, s. 98). Problemet som uppstår när multikollinearitet är närvarande är att det blir svårare att skilja på effekterna av den oberoende variabeln på den beroende variabeln. För att då motverka detta fenomen presenteras det under punkt 4 en korrelationsanalys som redovisar för relationen mellan samtliga oberoende variabler. Detta för att öka den statistiska trovärdigheten och samtidigt visa på avsaknaden av multikollinearitet.

3.7.3 Variabler

Med utgångspunkt i tidigare studier redovisas det för totalt sex variabler varav en beroende och fem oberoende. Den beroende variabeln som *Enterprise Value*, alltså företagsvärdet (Aggarwal & Padhan 2017). De oberoende variablerna som har studerats inkluderar företags kapitalstruktur i form av dess *skuldsättningsgrad* (Nursetya & Hedayati 2021), lönsamhet uttryckt som räntabilitet på eget kapital (ROE), *EBITDA* och vinstmarginal (Hirdinis 2019), (Maxim 2021), (Miles & Clieaf 2017), samt tillväxt representerat av omsättning (Dang et al. 2019).

Företagsvärde (EV) kan definieras som en funktion av företags finansiering, vilket innebär att värdet på tillgångar, försäljningsvolym och storleken på skulder såväl som antaganden om framtiden, är alla faktorer som definierar ett företagsvärde (Dang et al. 2019). Ett högt EV demonstrerar inte bara trovärdighet till företags prestation i nutid, utan även till företags långsiktiga utsikter (Setiadharna & Machali 2017). Enligt Pecking order teorin föredrar bolag att finansiera sig med interna medel, vilket medför begränsningar i tillgången till kapital. Således uppkommer belåning som ett andra finansieringsalternativ (Chen 2002). Genom att kombinera intern och extern finansiering i form av eget kapital och lån kan företag åstadkomma en hävstångseffekt. Hävstångseffekten har ett starkt samband med EV, då en ökad hävstång ökar

marknadens uppfattning om värde (ibid.) vilket oftast förbinds med företagets aktiekurs (Setiadharna & Machali 2017). Däremot kan sambandet även vara negativt, då en högre hävstång även innebär högre konkurskostnader för företaget (Chen & Chen 2011). Därav förväntas skuldsättningsgraden (DER) ha ett signifikant samband med företagsvärdet (Nursetya & Hedayati 2021). Utifrån tidigare stycke formuleras följande hypotes:

H0a: Det finns inte ett statistiskt signifikant samband mellan EV och DER

H1a: Det finns ett statistiskt signifikant samband mellan EV och DER

Lönsamhet utgör ytterligare en faktor som korrelerar med företagsvärdet. Lönsamhet definieras som företagets kapacitet att generera vinster genom effektivt nyttjande av dess tillgångar (Hirdinis 2019). Inom ramen för studien används lönsamhetsmåten avkastning på eget kapital (ROE), vinstmarginal och *EBITDA*. *ROE* är en indikator på hur effektivt ett företag använder sig av sitt eget kapital för att generera vinst, som reflekterar aktieägarnas avkastning (ibid.). Vinstmarginal mäter företagets förmåga att kontrollera kostnader och generera vinst utifrån verksamhetens totala försäljningsintäkter (Miles & Clieaf 2017). *EBITDA* sätter ett fokus på verksamhetens resultat, utan att ta hänsyn till effekterna av beslut som inte är direkt relaterade till kärnverksamheten (Maxim 2021). Variablerna anses reflektera olika aspekter av ett företags verksamhet, vilket skapar en helhet, som dessutom kan ge en närmare inblick i vilket lönsamhetsmått som anses ha störst samband med *EV*. Med utgångspunkt i pecking order teorin, kommer ett lönsamt företag i allt större utsträckning ta tillhanda på möjligheten att finansiera sig med interna medel, för att sänka kostnaderna associerade med informationsasymmetri (Martinez, Scherger & Guercio 2019), speciellt när det talas om SME's (Michaelas et al. 1999). Vilket antyder att lönsamma företag kommer löpande övergå till en kapitalstruktur som koncentrerar sig på intern finansiering (Farooqi-Lind 2006). Det anses att ökad lönsamhet korrelerar med högre företagsvärde, då den höga lönsamheten indikerar bolagets förmåga att generera hög avkastning till sina aktieägare (Purwohandoko 2017). Detta lockar i sin tur investerare till företaget, vilket ökar aktiekursen som slutligen sannolikt även ökar företagsvärdet (Hirdinis 2019). Därmed formuleras följande hypotes:

H0b: Det finns inte ett statistiskt signifikant samband mellan EV och ROE

H1b: Det finns ett statistiskt signifikant samband mellan EV och ROE

H0c: Det finns inte ett statistiskt signifikant samband mellan EV och EBITDA

H1c: Det finns ett statistiskt signifikant samband mellan EV och EBITDA

H0d: Det finns inte ett statistiskt signifikant samband mellan EV och VM

H1d: Det finns ett statistiskt signifikant samband mellan EV och VM

En viktig faktor som spelar in i ett EV är framtidsutsikten. EV tar inte enbart hänsyn till ett företags nuvarande ekonomiska ställning, den ser även till hur denna ställning kommer förändras över tid. Därför blir tillväxt en viktig faktor som måste beaktas vid utvärderingen av EV (Miles & Cleaf 2017), (Setiadharna & Machali 2017). Ett företags tillväxt definieras som en ökning av dess omsättning, vinster och/eller marknadsandelar (Hermuningsih 2013). I denna studie används tillväxtmåttet omsättning (G) som en indikator, där en förändring i den årliga omsättningen återspeglar företagets årliga tillväxt. I enlighet med pecking order teorin kommer ett större bolag även kunna erhålla större mängd vinster och därigenom bli mer benägna till att finansiera sig med interna medel (Serrasqueiro & Caetano 2015). Därav anses intäktstillväxt vara en viktig faktor i sambandet mellan tillväxt och EV (Myers 1977). Vilket leder till formuleringen av följande hypoteser:

H0e: Det finns inte ett signifikant samband mellan EV och G

H1e: Det finns ett signifikant samband mellan EV och G

3.7.4 Mått och variabler forts.

Nedan presenteras definitionerna för de finansiella nyckeltal som utgör grunden för regressionen.

Beroende variabel	Mått	Källa
Enterprise Value (EV)	Mäter totala värdet på företaget genom att slå samman marknadsvärdet på det egna kapitalet och bokförda skulder och subtrahera kassan.	Aggarwal & Padhan 2017
Oberoende variabel	Mått	Källa
Skuldsättningsgrad (DER)	Visar fördelningen mellan eget kapital och skulder. Dividerar summan av företagets skulder med summan av det totala egna kapitalet.	Hillier et al. 2016, Nursetya & Hidayati 2021
Return on equity (ROE)	Avkastning på eget kapital används som ett mått på lönsamhet och ett företags förmåga generera värde. Dividerar nettovinster med eget kapital.	Hillier et al. 2020 Hirdinis 2019
Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (EBITDA)	Måttet används för att utvärdera ett företags resultat utan hänsyn till finansiella beslut eller skatter. Mäter företagets rörelseresultat före räntor, skatt, nedskrivningar och avskrivningar.	Maxim 2021
Vinstmarginal (VM)	Måttet används för att räkna ut hur stor vinsten är per omsättningskrona. Räknas ut genom att subtrahera försäljning med kostnaderna och sedan dividera med försäljningen.	Hillier et al. 2020 Aggarwal & Padhan 2017 Hirdinis 2019
Omsättning (G)	Är ett mått för att utvärdera ett företags totala intäkter under en period, där en förändring i omsättningen indikerar på ett företags tillväxt. Räknas ut genom att addera alla intäkter under en period.	Hillier et al. 2020

Tabell 2: Definition av finansiella nyckeltal

3.8 Regressionsanalys och regressionsekvation

Appliceringen av en regressionsanalys görs, som tidigare nämnt, med syftet att identifiera en relation mellan två eller flera variabler. Denna studie nyttjar en multipel linjär regression då det identifierats totalt 5 oberoende variabler (x) som skall undersökas tillsammans med den beroende variabeln (y). För att genomföra denna statistiska undersökning har en regressionsekvation utvecklats, som presenteras nedan.

$$EV_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times DER_{i,t} + \beta_2 \times ROE_{i,t} + \beta_3 \times EBITDA_{i,t} + \beta_4 \times Vm_{i,t} + \beta_5 \times G_{i,t} + \mu_{it}$$

$EV_{i,t}$ = Enterprise value för företag i under perioden t

$DER_{i,t}$ = Skuldsättningsgrad för företag i under perioden t

$ROE_{i,t}$ = Avkastning på eget kapital för företag i under perioden t

$EBITDA_{i,t}$ = Rörelseresultat före avskrivningar för företag i under perioden t

$Vm_{i,t}$ = Vinstmarginal för företag i under perioden t

$G_{i,t}$ = Omsättning för företag i under perioden t

α = konstanten

μ_{it} = feltermen

β = koefficient för den oberoende variabeln

3.9 Kvalitetsmått

Vid mätningen av studiens trovärdighet i kvantitativ forskning är båda kvalitetsbegreppen *reliabilitet* och *validitet* av intresse. Begreppen syftar till att mäta studiens trovärdighet och tillförlitlighet till undersökningens resultat (Bryman & Bell 2014, s. 62).

3.9.1 Reliabilitet

Inom vetenskaplig forskning är kvalitetsbegreppet reliabilitet en enhet som används för att mäta graden av pålitlighet i en undersökning (Eliasson 2013, s. 14), genom att mäta hur tillförlitliga måtten i en studie är (Bryman & Bell 2014, s. 170). Reliabilitet hänvisar till huruvida datainsamlingstekniker och analytiska procedurer skulle ge konsekventa resultat, om en studie upprepas under likartade förhållanden (Saunders, Lewis & Thornhill 2012, s. 192). En studies reliabilitet mäts genom tre faktorer som avgör om ett mått är reliabelt. Faktorerna är följande: stabilitet, intern reliabilitet och interbedömarreliabilitet (Bryman & Bell 2014, s. 171).

Stabilitet behandlar hur stabilt ett mått är över tid och hur övertygad man är att resultatet som gäller ett urval inte fluktuerar med tiden (Bryman & Bell 2014, s. 171), (Denscombe 2010, s. 268). Datainsamling för att undersöka sambandet mellan kapitalstruktur och företagsvärde är huvudsakligen baserat på sekundärdata. All data som samlas in kopplat till sambandet hämtas ur urvalsgruppens årsredovisningar, utifrån databasen Retriever Business. Det gör att datan inte kan fluktueras med tiden efter att den har blivit publikt tillgänglig. Baserat på datans tillgängliga och pålitliga natur, som inte ger rum för subjektivitet, kan man hävda att studien har en hög grad av stabilitet.

För att en studie ska ha en hög intern reliabilitet krävs det ett högt orsakssamband mellan variablerna (Saunders, Lewis & Thornhill 2012, s. 193). Orsakssamband mäts genom en koefficient som pendlar mellan 0 och 1, där 0 innebär att det inte finns någon överensstämmelse och 1 indikerar på ett perfekt orsakssamband (Bryman & Bell 2014, s. 172). För att säkerställa att variablerna i faktum har ett orsakssamband och sambandet inte är en tillfällig eventualitet, kommer den aktuella studiens variabler att testats utifrån ett p-värde. P-värdet är ett mått på den statistiska signifikansen i relationen mellan variablerna, där studien utgår från en signifikans på 95%, vilket speglas av ett p-värde på 0,05 eller lägre (Woolridge 2020 ss. 133-134). Varje

enstaka variabel kommer att presenteras med ett p-värde, där de variabler som reflekterar ett p-värde över 0,05 kommer att förkastas.

Interbedömarreliabilitet avser graden av överensstämmelse mellan olika observatörernas subjektiva bedömningar av data. För att åstadkomma hög interbedömarreliabilitet krävs hög grad av överensstämmelse mellan observatörerna (Bryman & Bell 2014, s. 171), (Denscombe 2010, s. 268). I den aktuella studien består den insamlade datan, utifrån undersökningens syfte, av numeriska tal från årsredovisningar. Detta ger observatörerna minimalt utrymme för subjektiv tolkning av data. Därav anses studien ha en hög grad av interbedömarreliabilitet.

3.9.2 Validitet

Validitet behandlar lämpligheten av de använda variablerna utifrån studiens underliggande syfte, noggrannheten i analysen av resultatet samt resultatets generaliserbarhet (Denscombe 2010, s. 298). Validitet består av ett antal olika slag, de huvudsakliga slagen av validitet är begreppsvaliditet, intern validitet och extern validitet (Bryman & Bell 2014, s. 63).

Begreppsvaliditet, även kallad teoretisk validitet, handlar om huruvida ett mått för ett begrepp verkligen speglar det som begreppet anses beteckna. Med andra ord syftar begreppsvaliditet till att ifrågasätta hur pass valida mått och begrepp är för att tillföra ett pålitligt resultat (ibid. ss. 63-64). Sett till de begrepp och variabler som studien lyfter fram finns det stöd för samtliga i empirin. Främst de variabler som berörs i regressionsanalysen då de står för en betydande del av studien, samtidigt som det teoretiska ramverket och de tidigare nämnda studierna knyter samman begreppen och ämnet som helhet. Därmed finns det god grund att argumentera för en god begreppsvaliditet.

Intern validitet berör kausala förhållanden mellan två eller fler variabler. Mer specifikt beaktas förhållandet mellan den oberoende och beroende variabeln (Bryman & Bell 2014, s. 64), för att identifiera samband och dess effekt på varandra (Saunders, Lewis & Thornhill 2012, s. 193). Den interna validiteten väcker frågan kring hur pass övertygad man är att den oberoende variabeln faktiskt har ett samband med den beroende variabeln (Bryman & Bell 2014, s. 64). Med

utgångspunkt i studiens syfte som undersöker den eventuella relationen mellan kapitalstruktur och företagsvärde har följande beroende samt oberoende variabler fastställts. Den beroende variabeln består av Enterprise Value (EV). De oberoende variablerna inkluderar omsättning, räntabilitet på eget kapital (ROE), EBITDA, vinstmarginal samt skuldsättningsgrad. Valet av dessa mått motiveras utifrån tidigare forskning inom likartade undersökningar. En studie utförd av Myers (1977) undersökte sambandet mellan intäktstillväxt och företagsvärde, där resultatet visade att omsättning är en viktig faktor och har ett samband med EV. Hermuningsih (2013) kom fram till en liknande slutsats, som demonstrerade ett positivt samband mellan försäljningstillväxten och EV. Fortsättningsvis undersökte Purwohandoko (2017) sambandet mellan lönsamhet och företagsvärde, med ROE som oberoende variabel, resultatet pekade på ett tydligt negativt samband mellan ROE och företagsvärde. En annan studie som påvisar ett samband mellan ROE och EV är studien utförd av Dang (et al. 2019). Däremot indikerar denna studiens regressionsanalys på en positiv korrelation mellan ROE och EV. Nästkommande studie av Popa (u.å.) undersökte istället lönsamhet uttryckt i form av EBITDA, som visade på ett starkt samband och en positiv korrelation mellan EBITDA och EV. Popa (u.å.) hävdade även att EBITDA var den mest fördelaktiga variabeln för att mäta företags lönsamhet. Slutligen visar Hirdinis (2019) studie som undersökte kapitalstruktur och företagsstorlek på företagsvärde, på en signifikant korrelation mellan skuldsättningsgraden (DER) och företagsvärde.

Extern validitet behandlar i vilken utsträckning studiens resultat kan generaliseras utöver den befintliga undersökningkontexten (Bryman & Bell 2014, s. 64). Det syftar till möjligheten att tillämpa resultaten från forskningen på andra relevanta miljöer och populationer (Denscombe 2010, s. 268). I detta sammanhang blir tillämpningen av urvalet viktig, då ett brett urval kan påverka hur representativt det är för populationen (Bryman & Bell 2014, s. 64). Urvalet som denna undersökning syftar till har tagits fram utifrån tre kriterier: Att företaget är noterat på Stockholmsbörsen OMXS Small Cap och varit noterat under ett tidsspänn på minst sex år, mellan perioden 2014 till 2019. Urvalet begränsas ytterligare genom att exkludera bolag inom finans- och fastighetssegmentet, då bolag verksamma i dessa branscher har en skuldsättningsgrad och hävstång inte går att jämföra med andra bolag inom andra branscher. Utifrån kriterierna har 48 bolag identifierats med fullständig data som behövs för att utföra undersökningen. För att åstadkomma ett representativt urval har det beslutats att alla dessa 48 bolag ska ingå i

urvalsgruppen vilket medför en högre generaliserbarhet, och därigenom även högre extern validitet. Dock bör det påpekas att generaliserbarhet är hyfsat snäv, då utgångspunkten i studien faller på svenska aktörer, vilket inte tar hänsyn till aktörer på andra marknader som i sin tur kan orsaka en lägre generaliserbarhet sett till den globala marknaden.

3.10 Metodkritik

Den underliggande studien avgränsar sig till ett sexårigt tidsintervall mellan åren 2014-2019, med avsikt att undvika den ekonomiska stressen på globala marknaden orsakad av Covid-19 pandemin under 2020 och framöver (Gupta et al. 2020). Detta beslut kan emellertid kritiseras, då ett tidsintervall på sex år kan i vissa sammanhang anses vara alltför kort för en undersökning, och att ett längre tidsintervall skulle ge mer substans till undersökningen. Å andra sidan kan en sexårig tidsram motiveras genom hänvisning till konjunkturcykeln, även kallad den ekonomiska livscykeln. Konjunkturcykeln består av fyra stadier, och har en genomsnittlig livslängd på fem och ett halvt år (National Bureau of Economic Research 2020), (SCB 2022). Därmed kan detta tidsintervall hävdas vara tillräckligt representativt för populationen som undersöks inom ramen för studiens syfte.

Populationen som studien syftar till att undersöka består av Small cap-bolag noterade på Stockholmsbörsen, närmare bestämt OMXS. Därmed ligger fokus på enbart svenska aktörer och den svenska marknaden, som i vissa mån kan skilja sig från resterande aktörer på den globala marknaden. Som tidigare nämnt minskar studiens generaliserbarhet gentemot andra utomstående marknader. För att öka generaliserbarheten skulle undersökningen behöva inkludera utomstående aktörer, vilket skulle skapa en mer generell bild, som inte är lika specifik mot ett visst geografiskt område (Denscombe 2010, s. 298). Syftet med denna undersökning återfinns på den svenska marknaden. Vilket gör tillämpningen av utomstående aktörer mindre relevant. Därför anses ett fokus på enbart svenska aktörer och marknad vara av relevant karaktär.

Ytterligare ett kritiskt förhållningssätt att överväga är definitionen av SME som studien applicerar. En vanligt förekommande definition av SME omfattar företag som har en omsättning på mindre än 50 miljoner euro (European Commission u.å.). Denna studie har istället valt att

undersöka noterade small cap-bolag, vilket per definition är företag med ett marknadsvärde som inte överstiger 150 miljoner euro (Nasdaq u.å.). Där omsättningen i vissa fall överskrider taket på 50 miljoner euro. Detta förhållningssätt har applicerats då ett fokus på SME's enligt definitionen ovan skulle generera ett betydligt snävare urval, vilket skulle resulterat i en för liten undersökning som inte skulle vara representativ för populationen.

Genom hela studien har ett betydande fokus lagts på källhanteringen, för att uppnå adekvat information genom tillämpningen av valida och tillförlitliga källor, där majoriteten utgör artiklar i akademiska tidskrifter. Däremot kan ett kritiskt förhållningssätt antas vid diskussionen kring internetkällor som har använts inom ramen för studien. Internetkällor som nyttjats i studien består av följande: *National Bureau of Economic Research*, *Nationalencyklopedin*, *SCB*, *European Commission* och *Nasdaq*. Källorna som hänvisas, med undantaget i *Nasdaq*, är statligt kontrollerade vilket minimerar risken för missvisande, felaktig eller vinklad information och därigenom stärks deras validitet. *Nasdaq*, å andra sidan, är en av världens främsta börsmarknader baserade i USA, och fungerar bland annat som en källa för uppdateringar i börserna, marknader och enskilda aktier. Baserat på deras starka närvaro i det finansiella området, och välkända samt etablerade ställning, kan även denna källans validitet och trovärdighet stärkas.

4. Resultat av den empiriska analysen

Följande avsnitt presenterar studiens resultat. Inledningsvis redovisas den deskriptiva statistiken följt av en korrelationsanalys vars syfte är att genom användning av statistiska tester påvisa på samband. Slutligen presenteras regressionsanalysen och regressionsresultatet.

4.1 Deskriptiv statistik

Datan som samlats in representeras av 48 bolag noterade på OMXS mellan åren 2014-2019. Nedan presenteras den deskriptiva statistiken med syftet att ge en överskådlig bild av datan som nyttjats. Standardavvikelsen i Tabell 4 illustrerar spridningen av data i förhållande till ett medelvärde (Andrade 2020). Den data som presenteras redovisar för en bred spridning av datan vilket illustrerar ett spretigt dataset som inte är nära fördelat kring medelvärdet. Det kan medföra en negativ effekt, speciellt med ett mindre antal variabler (Khan 2014).

	<i>mkr</i>	<i>faktor</i>	<i>%</i>	<i>mkr</i>	<i>%</i>
	EV	DER	ROE	EBITDA	VM
Medelvärde	623	1,36	-11	25,9	-2.51
Median	431	0,97	2,5	31,9	2,57

Tabell 3: Deskriptiv statistik 1

	G	DER	ROE	EBITDA	VM
Standardavvikelse	35.44	2.10e+07	464603	209.91	14285.53
Antal observationer	288	288	288	288	288

Tabell 4: Deskriptiv statistik 2

Medelvärdet för den beroende variabeln EV räknades till 623 mkr och medianen till 431 mkr. För den oberoende variabeln DER räknades medelvärdet till en faktor av 1.36 och medianen till 0,97. Den andra oberoende variabeln, ROE, visar på ett medelvärde på -11 % och en median på 2,5%. Den tredje oberoende variabeln, EBITDA, redovisar ett medelvärde för 25,9 mkr samt en median på 31,9 mkr. Vinstmarginalen, som den sista oberoende variabeln, redovisas ett medelvärde på -2,51 % och en median på 2,57 %

4.2 Korrelationsanalys

Som tidigare nämnt ämnar korrelationsanalysen att illustrera variablernas samband med förhoppningen om att visa på en avsaknad av multikollinearitet.

	EV	G	DER	VM	ROE	EBITDA
EV	1.00					
G	0.2398	1.00				
DER	-0.1672	0.1583	1.00			
VM	0.0390	0.0937	0.0087	1.00		
ROE	0.1172	0.0975	-0.3054	-0.0421	1.00	
EBITDA	0.2134	0.1128	-0.0713	0.3677	0.1598	1.00

Tabell 5: Korrelationsanalys

Korrelationen mellan EV och G landar på 0.2398. Mellan EV och DER landar den på -0.1672 och mellan DER och G är den 0.1583. Korrelationen mellan EV och VM redovisas vara 0.0390 och mellan VM och G landar den på 0.0937. VM och DER's korrelation redovisas vara 0.0087. EV och ROE visar en korrelation på 0.1172, ROE och G's korrelation landar på 0.0975 och ROE och DER redovisar en korrelation på -0.3054. ROE och VM redovisar en korrelation på -0,0421. EBITDA, den oberoende variabel som befinner sig längst ner i tabellen visar en korrelation till EV på 0.2134. EBITDA och G visar en korrelation på 0.1128, EBITDA och DER visar en korrelation på -0.0713, EBITDA och VM visar en korrelation på 0.3677 och slutligen visar EBITDA och ROE en korrelation på 0.1589. Eftersom inga korrelationsvärden är nära -1, 1 antas en låg korrelation mellan variablerna vilket ger god grund för genomförandet av regressionsanalysen och en avsaknad av multikollinearitet.

4.3 Sammanfattning av regressionsanalys

För att sammanställa regressionsekvationens applicering och det resultat som nåtts presenteras nedan en tabell med en indikator på den statistiska signifikansen. I parenteser under varje resultat presenteras standardavvikelsen.

Variabler	Enterprise Value	P-värde
G	156.9*** (35.44)	0.000
DER	-6.814e+07*** (2.100e+07)	0.001
Vm	-12,602 (14,286)	0.378
ROE	6,469 (464,603)	0.989
EBITDA	655.6*** (209.9)	0.002
Konstant	5.672e+08*** (5.0203+07)	0.000
Antal observationer	288	
R ²	0.132	

Standardavvikelsen redovisas i parenteser
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabell 6: Regressionsresultat

Med omsättning som den oberoende variabeln redovisas det för ett värde på koefficienten på 156.9.*** Ser vi till skuldsättningsgraden redovisas det för ett värde på koefficienten på -6.814e+07***. Vinstmarginalen tyder på -12.602 som koefficient och ROE visar på 6.469. Slutligen visar EBITDA 655.6*** och konstanten på 5.627e+08*** som koefficient. Som tabellen visar, tydliggörs även den statistiska signifikansen med en, två eller tre punkter, där de tre punkterna indikerar ett starkt signifikant samband där $p < 0.01$.

5. Analys och diskussion

Följande avsnitt tar ställning till det redovisade resultatet samt kommenterar och analyserar regressionen med avstamp ur syftet och det teoretiska ramverket.

5.1 Kapitalstruktur

Vid beräkningen av kapitalstruktur tillämpades DER som den oberoende variabeln. Resultatet från regressionsanalysen (tabell 6) tyder på ett statistiskt signifikant samband mellan EV och DER, med ett p-värde på 0,001, som med andra ord implicerar ett samband på 99,9%. Vidare indikerar resultatet från regressionsanalysen (tabell 6) att sambandet mellan EV och DER är av negativ karaktär. Liknande resultat går att återfinna i tidigare forskning, av bland annat Chen och Chen (2011), Hirdinis (2019) samt Dang (et al. 2019) som identifierade ett negativt samband mellan EV och DER.

Det negativa sambandet kan förklaras med koppling till pecking order teorin och informationsasymmetri. Högre skuldsättning medför högre konkurskostnader, vilket i sin tur innebär högre kostnader för anskaffning av externt kapital, på grund av högre låneränta (Chen & Chen 2011). Dessa höga anskaffningskostnader kan även bero på informationsasymmetrin som uppstår mellan två parter i en transaktion. Där ena parten besitter högre grad av information, vilket leder till att motparten kompenserar bristen av information genom att kräva högre anskaffningskostnader för det externa kapitalet (Hirdinis 2019), (Setiadharmas & Machali 2017).

Resultatet kan även förknippas till pecking order teorin eftersom företag, särskilt mindre bolag, i större utsträckning strävar efter att finansiera sig med interna medel. Detta beror till stor del på informationsasymmetrin och kostnaderna associerade till den (Murray, Goyal & Shen 2020). Där allt för höga anskaffningskostnader kan innebära negativa nettonuvärden för investeringsprojekt som bolaget avser att finansiera. Vilket i sin tur gör projekten mindre lukrativa och i vissa fall även rent av olönsamma (ibid.). Projekt som inte genererar något värde till företag kommer därmed ha en inverkan på EV, vilket kan vara en av orsakerna till ett negativt samband mellan EV och DER.

Med avseende till hypoteserna och utifrån resultatet av regressionsanalysen kan en tydlig återkoppling göras. Med ett p-värde på 0,001 förkastas H_{0a} , vilket därmed innebär att H_{1a} som signalerar på ett samband istället accepteras.

5.2 Lönsamhet

Vid analysen av lönsamhet har tre oberoende variabler använts, nämligen ROE, EBITDA och VM. Resultatet från regressionsanalysen (tabell 6) tyder på varierande utslag beroende på variabeln. P-värdet för respektive variabel tyder på att ROE och VM inte har något statistiskt signifikant samband med EV, som representeras av ett p-värde på 0,989 och 0,378. Däremot återfinns det statistiskt signifikant samband mellan EV och EBITDA, som företräds av ett p-värde på 0,002, alltså ett statistiskt samband på 99,8%. Fortsättningsvis presenterar regressionen (tabell 5) en positiv koefficient, vilket innebär att sambandet mellan EV och EBITDA är av positiv karaktär. Detta resultat stämmer överens med tidigare forskning som tyder på liknande resultat, där bland annat Popa (u.å) identifierade en statistisk signifikans mellan variablerna EBITDA och EV. Gällande VM och ROE stärks det av Hirdinis (2019) som förkastar sambandet mellan EV och ROE.

I samband med de statistiska, icke signifikanta resultaten gällande ROE och VM kan vi med avstamp i hypotesprövningen inte förkasta nollhypoteserna H_{0b} , H_{0d} . Istället förkastas alternativhypoteserna H_{1b} och H_{1d} . För den oberoende variabeln EBITDA gör vi motsatsen, nämligen förkastar nollhypotesen H_{0c} och accepterar alternativhypotesen H_{1c} med underlag från den tidigare redovisade statistiska signifikansen.

Med återkoppling till det teoretiska ramverket återfinns även här en länk till pecking order teorin. Ett lönsamt företag kommer i allt större utsträckning sträva efter att finansiera sin verksamhet genom internt tillförda medel. Detta sänker kostnaderna som associeras med informationsasymmetrin och därigenom ges företaget möjligheten att genomföra fler lönsamma projekt med positiva nettonuvarde (Martinez, Scherger & Guercio 2019), (Murray, Goyal & Shen 2020). Fler lönsamma projekt innebär högre lönsamhet, vilket antyder att bolaget fortsättningsvis kommer ackumulera en större kassa och därmed löpande övergå till en kapitalstruktur som koncentrerar sig på intern finansiering (Farooqi-Lind 2006). Större mängder

eget kapital och lägre skuldsättningsgrad kommer att signaleras ut till marknaden och investerare. Lägre skuldsättningsgrad medför lägre konkurskostnader, och större mängder eget kapital innebär större förmåga att generera hög avkastning till sina aktieägare (Purwohandoko 2017). Med utgångspunkt i att företag i enlighet med pecking order teorin strävar efter att finansiera sig med interna medel stärks sambandet mellan EBITDA och EV.

5.3 Tillväxt

Med den oberoende variabeln G som mått på tillväxt, undersökte studien dess relation till den beroende variabeln EV. Måttet G, som mer specifikt illustrerar omsättning, redovisade enligt regressionsanalysen (tabell 6) en statistisk signifikant relation till EV då det framräknade p-värdet var 0.000. Detta stämmer väl överens med tidigare studier (Myers 1977), (Miles & Clieaf 2017), (Setiadharna & Machali 2017) som samtliga menar på en stark korrelation mellan omsättning och företagsvärde. Koefficienten som tagits fram för G och EV redovisar ett värde på 156.9 och tyder därmed på en positiv korrelation vilket innebär att en ökning av G även resulterar i en ökning av EV. Utifrån resultatet som redovisats kan nollhypotesen H_0 därmed förkastas och alternativhypotesen H_1 accepteras.

Den starka positiva relation som redovisats mellan de två ovan nämnda variablerna går att föra samman med pecking order teorin och valet av finansieringsmedel. Detta främst då verksamheter med hög och ökande omsättning kan antas generera större mängder eget kapital. Eftersom att eget kapital är den första av de interna finansieringsmedlen som används enligt teorin undgår företag de räntekostnader och den asymmetrisk information som medförs av externt kapital (Murray, Goyal & Shen 2020). Med utgångspunkt kring att företag strävar efter ökat ekonomiskt värde för intressenter och ägare (Hillier et al. 2020, ss. 466-469) tillsammans med minskade finansieringskostnader vid nyttjandet av interna medel stärks det redovisade sambandet mellan G och EV ytterligare.

6. Slutsats

Som konkluderande del presenteras studiens slutsatser med utgångspunkt ur undersökningens syfte och resultat, samt kommenterar kring resultatets praktiska applikation.

Det presenterade syftet med studien är främst att undersöka relationen mellan företagsvärde och kapitalstruktur. Genom att nyttja statistiska verktyg och finansiell data samt ta avstamp i tidigare forskning identifierades variabler och nyckeltal med målet att ge statistiskt underlag för att kunna acceptera och/eller förkasta hypoteser. Med det presenterade resultatet, som visar på en statistiskt signifikant relation mellan företagsvärde och kapitalstruktur, återstår frågan kring det praktiska värdet av studien. På vilket sätt gynnar studien intressenter, investerare, staten, allmänheten?

Ur författarnas synpunkt bidrar studien genom att testa resonemangen som tidigare forskning diskuterade, för att se till deras relevans i nutid. Dels så stärks gamla teser kring kapitalstruktur, vilket ger den ekonomiska teorin ytterligare stadga. Mer specifikt pecking order teorin och den tänkta hierarkiska ordningen av finansieringsmedel för SME´ s som stöds av regressionsresultatet och den statistiska relationen mellan variablerna. Studien fokuserar även på den svenska börsen, som gällande ämnet inte är speciellt efterforskad då studier genomförda med liknande variabler och hypoteser gärna ser till andra, större marknader.

Som både företagsledare, investerare och intressent är denna studie av värde då den belyser den tidigare beprövade teorin om att nyttja interna finansieringsmedel före externa.

Regressionsresultatet visar en tydlig negativ statistisk signifikant relation mellan företagsvärde och kapitalstruktur vilket kan fungera som en påminnelse vid beslutsfattande eller en riktlinje för framtida beslut. Det går även att argumentera för studiens bidrag rent statligt. Genom att belysa relationen mellan de två tidigare nämnda variablerna genereras en indikator på hur företag, på ett kostnadseffektivt sätt, kan bedriva sin verksamhet. Det kan underlätta både rådgivning, reglering och eventuella bistånd. För allmänheten i stort kan studien sägas bidra med ett tydligt fokus på den svenska börsen, vilket kan generera insikter och vara grund till framtida beslut gällande sparande och andra investeringsbeslut. Främst genom att generera en grundläggande förståelse för hur verksamheter finansierar sig och kan tänkas agera i framtiden.

Sammanfattningsvis har denna studie framgångsrikt undersökt och analyserat sambandet mellan kapitalstruktur och företagsvärde, som indikerade på ett statistiskt signifikant samband mellan variablerna. Vilket bidrar till ett praktiskt underlag för framtida beslut, samt en närmare insikt i SME's och deras finansieringsbeslut. Fortsättningsvis stödjer resultatet den tidigare empiriska forskningen som realiserats inom ämnesområdet och ökar dess stadga i det teoretiska rummet. Som framöver förväntas bidra med insikter till olika intressenter och öka kunskapen gällande sambandet mellan kapitalstruktur och företagsvärde och därav främja välinformerade beslutsfattanden.

7. Förslag till fortsatta studier

Sammanfattningsvis introduceras förslag till fortsatt forskning inom området.

Med målet att ytterligare bidra till forskning inom ämnet ovan, presenteras insikter och möjliga vägar att gå. En inledande punkt kan tänkas vara antalet företag som undersöks. Genom att involvera flera företag i studien ges en bredare urvalsgrupp som därmed även ger en mer rättvis bild av och kan representera helheten. Uppdelningar gällande branscher och storlek på företag kan vara ytterligare en vinkel att välja, men sett till det statistiska utförandet lägger författarna främst vikten vid att involvera ett större antal företag i studien. Det är även viktigt att se till ett eventuellt bortfall och säkerställa att de utvalda företagen inom ramen för tidsperioden presenterar tillräckligt med information för att studien skall genomföras.

En annan del som kan tänkas generera ytterligare bidrag till forskningsområdet är nyttjandet av ett större antal variabler. Likt antalet företag kan antalet variabler bidra med en mer talande bild för urvalet och vara mer representativt för helheten. Även här ges utrymme för att dela in företagen utifrån valda variabler eller nyckeltal. Viktigt att nämna är dock att inte involvera för många variabler med för hög korrelation, då resultatet påverkas negativt.

En tredje väg att gå gällande fortsatta studier kan tänkas vara att undersöka ett större antal företag under en längre period. Genom att bredda spannet på undersökningen kan argumentet återigen föras för ett urval som är mer representativt för helheten. Studien kan även innefatta intressanta händelser som skett, likt finanskrisen 2008 eller coronapandemin 2020, som både resulterade i svåra ekonomiska verkningar.

Att välja en annan metod för att studera ämnet kan också vara en väg att gå, alternativt ett komplement. Genom att utföra kvalitativa intervjuer eller skicka ut enkäter till specifika respondenter, möjligen representanter för börsnoterade bolag, kan det gå att fördjupa sig i specifika verksamheters förhållningssätt till sina finansieringsalternativ. Det skulle kunna ge en mer nyanserad bild av statistiken och ge underlag för möjligen intressanta argument kring verksamheters beslut. För att sammanfatta och avsluta dessa förslag, kan det nämnas att det finns

goda möjligheter för ytterligare bredda urvalet och att testa hypoteser kring relationen mellan företagsvärde och kapitalstruktur.

Källförteckning

Aggarwal, D. Padhan, C. P. (2017). Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Indian Hospitality Industry. *Theoretical Economics Letters*, 7(4), s. 982-1000. Doi:

[10.4236/tel.2017.74067](https://doi.org/10.4236/tel.2017.74067)

Almahadin, H. Oroud, Y. (2019). Capital Structure-Firm Value Nexus: Moderating Role of Profitability. *Revista Finanzas Y Política Económica*, 11(2), s. 375-386. Doi:

[10.14718/revfinanzpolitecon.2019.11.2.9](https://doi.org/10.14718/revfinanzpolitecon.2019.11.2.9)

Alqisie, A. (2014). Do corporate governance indicators lead the firm to adopt high/low level of financial leverage? Case of Jordan. *Journal of Management Research*, 6(3), s. 99-113. Doi:

<https://doi.org/10.5296/jmr.v6i3.5622>

Andrade, C. (2020). Understanding the Difference Between Standard Deviation and Standard Error of the Mean, and Knowing When to Use Which. *Indian Journal of Psychological Medicine*, 42(4), s. 409-410. Doi: [10.1177/0253717620933419](https://doi.org/10.1177/0253717620933419)

Aspers, P. Corte, U. (2019). What is Qualitative in Qualitative Research. *Qualitative Sociology*, 42, s. 139-160. Doi: <https://doi.org/10.1007/s11133-019-9413-7>

Astriana, G. Nurcholisah, K. Nurhayati, N. (2019). The Effect of Capital Structure and Company Size on Firm Value (Empirical Study of Multi-Industry Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2015-2016 Period). *Prosiding Akuntansi*, 4(2), s. 823-829.

Doi: <http://dx.doi.org/10.29313/v0i0.13675>

Berger, A. Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), s. 613-673. Doi: [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7)

Bryman, A. Bell, E. (2014). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Malmö: Liber.

Chen, K. (2002). The Influence of Capital Structure on Company Value with Different Growth Opportunities. Doi:

<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.313960>

Chen, L-J. Chen, S-Y. (2011). The influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as moderators. *Investment Management and Financial Innovations*, 8(3), s. 121-129. Doi:

[10.1201/b11108-9](https://doi.org/10.1201/b11108-9)

Corelli, A. (2018). Capital Structure. In Corelli, A. (red.) *Analytical Corporate Finance*. Springer, Cham, s. 223-255.

Dang, H.N. Vu, V.T.T. Ngo, X.T. & Hoang, H.T.V. (2019). Study the Impact of Growth, Firm Size, Capital Structure, and Profitability on Enterprise Value: Evidence of Enterprises in Vietnam. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), s. 144-160. Doi:

<https://doi.org/10.1002/jcaf.22371>

Denscombe, M. (2010). *The Good Research Guide*. Glasgow: Bell and Bain Ltd

Eliasson, A. (2013). *Kvantitativ metod från början*. Lund: Studentlitteratur

European Commission (u.å.). *SME definition*.

https://single-market-economy.ec.europa.eu/smes/sme-definition_en [2023-05-08]

Fama, E.F. French, K.R. (1992), The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), s. 427-465. Doi:

<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>.

Farooqi-Lind, R. (2006). A Comparison of Listed Vs. Non-Listed Firm Capital Structure: Evidence from Sweden. *Stockholm School of Economics - Department of Finance; Sweden Ministry of Finance*. Doi:

<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.902254>

Gao, W. Zhu, F. (2015). Information asymmetry and capital structure around the world. *Pacific-Basin Finance Journal*, 32, s. 131-159. Doi:

<https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.01.005>

Gupta, M. Abdelmaksoud, A. Jafferany, M. Lotti, T. Sadoughifar, R. Goldust, M. (2020). COVID-19 and economy. *Wiley - PMC COVID-19 Collection*, 33(4), s. 1. Doi: [10.1111/dth.13329](https://doi.org/10.1111/dth.13329)

Hermuningsih, S. (2013). Profitability, Growth opportunity, Capital structure and the firm value. *Bulletin of Monetary Economics and Banking*, 16(2), s. 1-22. Doi: [10.21098/bemp.v16i2.440](https://doi.org/10.21098/bemp.v16i2.440)

Hillier, D. Ross, S.A. Westerfield, R.W. and Jaffe, J. (2020). *Corporate Finance*. New York: The McGraw-Hill Companies.

Hillier, D. Ross, S.A. Westerfield, R.W. and Jaffe, J. (2016). *Corporate Finance*. New York: The McGraw-Hill Companies.

Hirdinis, M. (2019). Capital structure and firm size on firm value moderated by profitability. *International Journal of Economics and Business Administration*, 7(1), s. 174-191. Doi: <https://www.um.edu.my/library/oar/handle/123456789/43966>

Hutchinson, J. Xavier, A. (2006). Comparing the Impact of Credit Constraints on the Growth of SMEs in a Transition Country with an Established Market Economy. *Small Business Economics*, 27, s. 169–179. Doi: <https://doi.org/10.1007/s11187-005-4412-3>

Khan, S.H. (2014). Standard Deviation. I Lovric, M. (red.) *International Encyclopedia of Statistical Science*. Springer, Berlin: Heidelberg, s. 1378-1379.

Li, K., Niskanen, J. Niskanen, M. (2019). Capital structure and firm performance in European SMEs: Does credit risk make a difference?. *Managerial Finance*, 45(5), s. 582-601. Doi: <https://doi.org/10.1108/MF-01-2017-0018>

López-Gracia, J. Sogorb-Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*, 31, 117–136. Doi: <https://doi.org/10.1007/s11187-007-9088-4>

Martinez, L.B. Scherger, V. Guercio, M.B. (2019). SMEs capital structure: trade-off or pecking order theory: a systematic review, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 26(1), s. 105-132. Doi:

<https://doi.org/10.1108/JSBED-12-2017-0387>

Maxim, L. (2021). The impact of capital intensity, indebtedness and the size of retail companies on profitability. *International Journal of Multidisciplinary and Current Educational Research*, 3(6), s. 107-114. ISSN : [2581-7027](https://doi.org/10.1108/JSBED-12-2017-0387)

Michaelas, N. Chittenden, F. Poutziouris, P. (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, 12, s. 113–130. Doi:

<https://doi.org/10.1023/A:1008010724051>

Miles, S. Cleaf, M. (2017). Strategic fit: Key to growing enterprise value through organizational capital. *Business Horizons*, 60(1), s. 55-65. Doi:

<https://doi.org/10.1016/j.bushor.2016.08.008>

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

<http://www.jstor.org/stable/1809766>

Murray, Z.F. Goyal, V.K. Shen, T. (2020). The Pecking Order Theory of Capital Structure: Where Do We Stand?. *Oxford Research Encyclopedia of Economics and Finance*. Doi:

<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3540610>

Myers, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), s. 574-592.

Doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>

Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), s. 147-175. Doi:[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)

National Bureau of Economic Research (2020). *NBER Determination of the February 2020 Peak in Economic Activity*. <https://www.nber.org/sites/default/files/2020-11/june2020.pdf>
[Hämtad 2023-05-03]

Nationalencyklopedin (u.å.). *Regressionsanalys*.
<http://www-ne-se.till.biblextern.sh.se/uppslagsverk/encyklopedi/lång/regressionsanalys>
[Hämtad 2023-03-20]

Nationalencyklopedin (u.å.). *Hermeneutik*.
<http://www-ne-se.till.biblextern.sh.se/uppslagsverk/encyklopedi/lång/hermeneutik>
[Hämtad 2023-03-20]

Nasdaq (u.å.) *Var handlar man aktier?*.
<https://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/varhandlarmanaktier/?languageId=3>
[Hämtad 2023-05-08]

Nursetya, R.P. Hidayati, L. (2021). How Does Firm Size and Capital Structure Affect Firm Value?. *Journal of Management and Entrepreneurship Research*, 1(2), s. 67-76. Doi:
<https://doi.org/10.34001/jmer.2020.12.01.2-7>

Pawlina, G. Renneboog, L. (2005), Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK. *European Financial Management*, 11(4), s. 483-513. Doi:
<https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2005.00294.x>

Popa, M. (u.å.). The study of financial indicators that reflect the performance and value of companies listed on the Romanian capital market. Doi:
[10.4172/3157-1244.1000308](https://doi.org/10.4172/3157-1244.1000308)

Purwohandoko. (2017). The Influence of Firm's Size, Growth, and Profitability on Firm Value with Capital Structure as the Mediator: A Study on the Agricultural Firms Listed in the Indonesian Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 9(8), s. 103-110. Doi:
[10.5539/ijef.v9n8p103](https://doi.org/10.5539/ijef.v9n8p103)

Saunders, M. Lewis, P. Thornhill, A. (2012). *Research methods for business students*. Italy: Rotolito Lombarda

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

<https://www.scb.se/hitta-statistik/temaomraden/sveriges-ekonomi/konjunkturlocka/>

[Hämtad 2023-05-03]

Setiadharna, S. Machali, M (2017). The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable. *Journal of Business & Financial Affairs*, 6(4), s. 2-5. Doi:

[10.4172/2167-0234.1000298](https://doi.org/10.4172/2167-0234.1000298)

Serrasqueiro, Z. Caetano, A. (2015). Trade-off theory versus pecking order theory: Capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), s. 445-466. Doi:

[10.3846/16111699.2012.744344](https://doi.org/10.3846/16111699.2012.744344)

Sudiyatno, B. Puspitasari, E. Nurhayati, I. Rijanti, T. (2021). The relationship between profitability and firm value: evidence from manufacturing industry in Indonesia. *International Journal of Financial Research*, 12(3), s. 466-476. Doi:

[10.5430/ijfr.v12n3p466](https://doi.org/10.5430/ijfr.v12n3p466)

Vartanian, T. P. (2010). *Secondary data analysis*. Oxford: University Press.

Vinh-Vo, X. Ellis, C. (2017) An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam, *Finance Research Letters*, 22, s. 90-94. Doi:

<https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.10.014>

Watson, R. Wilson, N. (2002). Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(3-4), s. 557-578. Doi:

<https://doi.org/10.1111/1468-5957.00443>

Woolridge, M.J. (2020). *Introductory Econometrics*. Ohio: South-Western: Cengage Learning.

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

Bilagor

Bilaga 1: Företag

Wise Group AB	Rizzo Group AB	Nelly Group AB
Image Systems AB	DORO AB	BE Group AB
TradeDoubler Aktiebolag	ProfilGruppen AB	MOMENT GROUP AB
Image Systems AB	Dedicare AB	Anoto Group AB
Svedbergs i Dalstorp AB	Prevas Aktiebolag	Moberg Pharma AB
FormPipe Software AB	Concordia Maritime Aktiebolag	Active Biotech AB
Studsvik AB	Precise Biometrics AB	Midsona AB
Episurf Medical AB	Christian Berner Tech Trade AB	Malmbergs Elektriska AB
Strax AB	PION Group AB	Micro Systemation AB
Eniro Group AB	C-Rad AB	Lammhults Design Group AB
Softronic Aktiebolag	Ortivus Aktiebolag	Mendus AB
Empir Group AB	Boule Diagnostics AB	Karolinska Development AB
SinterCast Aktiebolag	Orexo AB	Medivir Aktiebolag
Elon AB	Bong AB	Bergs Timber AB
Senzime AB	NOVOTEK Aktiebolag	Duroc Aktiebolag
Egetis Therapeutics AB	Björn Borg AB	
Sensys Gatso Group AB	NGS Group Aktiebolag	