



LUNDS
UNIVERSITET
Företagsekonomiska Institutionen
Ekon. Kand. Prog. 180 hp

Familjeföretag och kapitalstruktur

Kandidatuppsats i finansiering

Författare:

Gulsum Ahmet, 870816-4028

Marcus Bonsib, 860222-7459

Simon Mankowitz, 860506-0337

Handledare:

Måns Kjellson

Förord

Denna uppsats är skriven på kandidatnivå inom finansiering. Vi har under arbetets gång lärt oss mycket om den svenska marknaden och kapitalstrukturens komplexa natur. Vi har insett att familjeägandet har en stor betydelse för det svenska företagandet och utgör en större del av den svenska marknaden än vi trodde.

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Måns Kjellsson för inspirerande vägledning och ett stort engagemang.

Sammanfattning

Kapitalstruktur är ett område som diskuterats mycket inom modern företagsekonomisk teori. Åsikterna skiljer mycket ifrån varandra. Vissa påstår att kapitalstrukturen inte har någon betydelse för företaget och dess värde medan andra menar att det avgörande.

Enligt den forskning som hittills gjorts på området finns det ett visst antal variabler som man mer eller mindre fastställt har ett klart samband med valet av kapitalstruktur. En variabel som fortfarande är omdiskuterad är huruvida familjeägande påverkar beslut gällande kapitalstrukturen. Tidigare har det gjorts omfattande undersökningar på bl. a. den amerikanska och tyska marknaden men knappt någon forskning alls på den svenska. Vårt syfte med denna uppsats är att bidra till forskningen om familjeägande och kapitalstruktur genom att titta närmare på den svenska marknaden.

Våra resultat baseras på data från företag noterade på Stockholm OMX Small Cap och Mid Cap. Vi har gjort en kvantitativ tvärsnittsstudie på totalt 114 företag mellan åren 2002 och 2006. Information om företagen har vi tagit från deras årsredovisningar.

De resultat vi fått fram i denna undersökning bekräftar de förväntningar vi hade gällande ett samband mellan familjeägande och kapitalstruktur. De slutsatser vi dragit av vår analys är att det finns ett negativt samband. Detta innebär att familjeföretag skuldsätter sig mindre än andra.

Abstract

Capital Structure is a subject deeply discussed in modern business theory. The opinions vary somewhat. Some say capital structure has no significance to the company and its value while others say its decisive.

According to research, done on this matter there are several variables that are more or less acknowledged to have an influence on the choice of capital structure. One variable that still is debated is whether family ownership have an effect regarding capital structure. Extensive research has been made on e. g. the American and the German Market but not quite as much on the Swedish Market. The purpose of this essay is to contribute to the research on family ownership and capital structure by examine the Swedish Market.

Our results are based on data from firms listed on the Stockholm OMX Large Cap and Mid Cap. We have done a quantitative cross sectional study on a total of 114 companies between the years 2002 – 2006. Information on the companies is taken from their annual reports.

The results gained in this study confirms the expectations we had regarding the relation between family ownership and Capital Structure. The conclusion we have made from the analysis is that there is a negative correlation. This means that family businesses have lower debt ratio than other firms.

Innehållsförteckning

1. Inledning	7
1.1 Problembakgrund	7
1.2 Problemdiskussion	7
1.3 Problemformulering	8
1.4 Syfte	8
1.5 Hypotes	8
2. Metod	9
2.1 Vetenskapligt perspektiv	9
2.2 Kvalitativ eller kvantitativ	9
2.3 Ansats	9
3. Teori	11
3.1 Kapitalstruktur	11
3.1.1 Modigliani & Miller	11
3.1.2 Pecking order	12
3.1.3 Bankbaserad vs. Marknadsbaserad ekonomi	12
3.1.4 Trade-off teorin	13
3.1.5 Agentteorin	13
3.1.5.1 Agentteorin i kontext av familjeföretag	14
3.1.5.2 Skuld som kontrollmedel	14
3.1.5.3 Risken att förlora kontroll	15
3.2 Familjeföretag	16
3.3 Tidigare erkända variabler	17
3.3.1 Branschtillhörighet	17
3.3.2 Skattesköld	18
3.3.3 Lönsamhet	18
3.3.4 Andel materiella anläggningstillgångar	18
3.3.5 Market to Book	19
4 Empirisk metod	20
4.1 Undersökningens metod	20
4.2 Urval	20
4.3 Teori och datainsamling	21
4.4 Operationalisering	22
4.5 Beroende variabel	22
4.6 Oberoende variabler	22
4.6.1 Familjeföretag	22
4.6.2 Branschtillhörighet	23
4.6.3 Skattesköld	23
4.6.4 Lönsamhet	23
4.6.5 Andel materiella anläggningstillgångar	23
4.6.6 Market to book	23
4.7 Statistisk bearbetning	24
4.8 Bortfallsanalys	24
4.9 Validitet och reliabilitet	25
5. Empirisk Analys	27
5.1 Beskrivning av insamlad data	27
5.2 Multipel linjär regression	28
5.3 Analys	29
5.3.1 Analys av hypoteser	29
5.3.1.1 Branschtillhörighet	29

5.3.1.2 Skattesköld.....	29
5.3.1.3 Andel materiella anläggningstillgångar	29
5.3.1.4 Market to Book	30
5.3.1.5 Lönsamhet.....	30
5.3.1.6 Familjeföretag.....	30
6. Slutsats	31
6.1 Familjeägandets inverkan på kapitalstruktur.....	31
6.2 Förslag på fortsatt forskning	32

1. Inledning

1.1 Problembakgrund

Valet av kapitalstruktur anses av många mycket viktigt samtidigt som det av andra inte alls har stor betydelse. Modigliani & Millers skrev 1958 något överraskande om hur skuldsättningsgraden i ett företag inte påverkar värdet av företaget. De förklarade att i en perfekt kapitalmarknad ska det totala värdet av ett företag inte påverkas av hur de väljer att använda sig av lån respektive eget kapital (Berk & Demarzo, 2007). En perfekt kapitalmarknad har de villkoren att inga skatter får förekomma, inte heller transaktionskostnader, inga agentkostnader och att valet av kapitalstruktur inte skulle påverka hur de blir betraktade av andra organisationer eller företag (Berk & Demarzo, 2007). Problemet är att en perfekt kapitalmarknad inte existerar. Självklart måste ett företag ta alla dessa aspekter i hänseende. Risken för konkurs ökar med ökad skuld, finns fördelaktiga skatteeffekter med lån, vilken branschtillhörighet, vilken fas i företagets livscykel bolaget befinner sig i och många fler.

1.2 Problemdiskussion

I och med att dessa faktorer ser olika ut för olika företag innebär detta att kapitalstrukturen skiljer sig från företag till företag. Det finns ett intresse i att undersöka exakt vilka av dessa faktorer samt hur mycket de påverkar beslutsfattandet gällande kapitalstrukturen i ett företag. Med hjälp av resultat man får fram kan man utveckla en karta som förklarar beteendet hos ledningsgrupper samt hjälper dessa i strävan efter en optimal kapitalstruktur.

Genom åren har man forskat mycket ingående på hur olika variabler påverkar företagens val av kapitalstruktur. Exempelvis finns många undersökningar som behandlar numera erkända faktorer såsom lönsamhet som diskuteras av bl. a. Huang & Song (2006) och Harris & Raviv (1991) där man påvisar ett starkt negativt samband mellan lönsamhet och skuldsättning. Ett annat exempel är tillgångsstrukturens påverkan på kapitalstrukturen där Titman & Wessels (1988) och Rajan &

Zingales (1995) menar att ett företag med stora fasta materiella tillgångar tenderar att ha hög skuldsättning. Däremot finns en ofta återkommande faktor som många finner stöd för skulle ha en inverkan på valet av finansieringssätt men som ännu inte är tillräckligt undersökt, nämligen familjeäggande. Ampenberger et. al. (2009) gjorde en undersökning av tyska företag där han fann en signifikant negativ korrelation mellan familjeäggande och skuldsättningsgrad, likaså Yupana Wiwattanakantang (1999) i en thailändsk undersökning. De dominerande teorierna om anledningen bakom denna företeelse är att familjeföretag är i mindre behov av skuld som kontrollmedel då agentkostnaderna inom företaget är lägre än hos icke familjeföretag samt rädslan inom familjestyrda företag att tappa kontrollen över sin egen verksamhet (McConaghy & Mishra, 1999). Flera amerikanska studier finner inte detta samband bl. a. en undersökning av Anderson et. al. (2003) där man inte finner något samband alls. Detta tror många beror på skillnaderna i olika ekonomier. USA tillhör kategorin kapitalmarknadsorienterade ekonomier medan Tyskland är en bankbaserad ekonomi. Antoniou et. al. (2007) jämför skillnaderna i kapitalstruktur hos företag i de två olika typerna av ekonomier och finner att det är stora skillnader. Detta gör att vi förväntar oss ett negativt samband mellan familjeäggande och kapitalstruktur i undersökning på den svenska marknaden i och med att Sverige anses vara en bankbaserad ekonomi. Alltså att man i familjeföretag generellt har lägre andel skuld gentemot totala tillgångar jämfört med övriga företag.

1.3 Problemformulering

Går det att påvisa någon skillnad i val av kapitalstruktur mellan familjeföretag och icke familjeföretag på den svenska börsen?

1.4 Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka om det finns systematiska skillnader i kapitalstruktur mellan familjeföretag och icke familjeföretag på Stockholm OMX.

1.5 Hypotes

H0: Det finns inget samband mellan familjeäggande och kapitalstruktur bland företag på Nasdaq OMX.

H1: Det finns ett negativt samband mellan familjeföretag och kapitalstruktur bland företag på Nasdaq OMX.

2. Metod

2.1 Vetenskapligt perspektiv

Uppsatsen kommer att utföras utefter den positivistiska metodmodellen. Detta innebär att vi kommer ha ett beskrivande förhållningssätt till de data som kommer fram och sedan söka förklaringar till dessa i den teori och empiri som redan finns på området. Hartman (2004) menar att inom det positivistiska synsättet är det observationer av företeelser, antingen i dess naturliga miljö eller genom experiment, som är det viktigaste sättet att nå kunskap. Vidare skriver hon att den vetenskapliga kunskapen erhåller man genom att söka samband mellan olika mätbara data som sedan refereras till för att utforma teorier. Alternativet till ett positivistisk perspektiv på denna uppsats hade varit ett hermeneutiskt synsätt. Denna typ av forskningsmetod lämpar sig dock bättre när det är omätbar data som skall analyseras (Gustavsson, 2004). Den hermeneutiska modellen försöker förklara företeelser ur en mer filosofisk och beteendevetenskaplig åskådning och fokuserar på människors uppfattning av omgivningen och kvalitativa mätningar för att finna förklaringar. I och med att denna undersökning bygger enbart på kvantitativa mätningar av data och i första hand ser till att objektivt beskriva förhållanden och sedan ge förklaringar med befintliga teorier, anser vi att den positivistiska metodmodellen är den mest lämpade i detta fall.

2.2 Kvalitativ eller kvantitativ

En kvantitativ studie kännetecknas av att man delar upp värden i olika klasser, samt att man utifrån den informationen ställer kvantitativa frågor (Hartman, 2004). Vid omfattande undersökningar som vår lämpar sig en kvantitativ metod bättre än en kvalitativ, då en kvantitativ metod kan motiveras med att det ger en mer generell bild av hur svenska bolags kapitalstruktur ser ut. Vi kommer inte att använda oss av kvalitativa intervjuer eller försöka att bli mer insatta i hur företag tänker vid valet av skuldsättningsgrad. Vår intention är istället att utifrån existerande teori samt vår insamlade data dra våra slutsatser. Denna data kommer att vara typiskt kvantitativ då vi hämtar och sedan analyserar nyckeltal från bolagens årsredovisningar. Uppsatsen kan däremot verka som underlag för senare undersökningar som har möjligheten att gå in mer på djupet, genom kvalitativa studier så som intervjuer.

2.3 Ansats

Vi kommer att använda oss av en deduktiv ansats då vi kommer att titta på ett antal bolag och därefter söka stöd till befintliga teorier och definitioner samt kapitalstrukturens förklaringar (Jacobsen 2006). Genom att analysera kapitalstrukturen i ett antal börsnoterade bolag kommer vi få en helhetsbild som vi kommer grunda våra teorier på. Vi kommer även få en generell bild av befintlig kunskap om den nuvarande definitionen av kapitalstrukturen samt dess förklarande faktorer och påverkande variabler som finns beskrivna i teorierna (Saunders et al., 2007). Vi kommer till en början att utgå från befintliga teorier för att sedan testa de erkända påverkande variablerna och har därför valt att använda en deduktiv ansats. Vi tycker även att det är viktigt att vi uppmärksammar redan befintlig forskning eftersom det redan gjort en hel del forskning inom ämnet kapitalstruktur, detta för att då skapa oss en bättre grund att utgå från och därefter kunna påvisa starkare samband mellan familjeägda/icke familjeägda bolags kapitalstruktur.

3. Teori

3.1 Kapitalstruktur

Vi utgår ifrån Ampenberger et. al. (2009) när vi jämför kapitalstrukturen hos de olika företagen. I den undersökningen klassas alla typer av skulder som skulder, alltså även leverantörsskulder, pensionsskulder och andra icke räntebärande skulder. Detta motiveras med att dessa typer av skulder har väldigt stor betydelse för valet av kapitalstruktur i många företag. Vad det gäller aktiekapital så räknas både preferensaktier och stamaktier som eget kapital. Den definitionen använder vi för att följa samma mönster som många tidigare undersökningar på området, vilka Ampenberger et. al. (2009) hänvisar till. När vi jämför kapitalstrukturen mellan företagen så kommer vi att liksom många tidigare undersökningar titta på andelen skulder av totalt kapital. Detta för att göra det lätt att jämföra våra resultat med tidigare.

3.1.1 Modigliani & Miller

Modigliani & Miller är en finansiell teori som innebär att marknadsvärdet på ett företag bestäms av dess intjäningsförmåga och risken för underliggande tillgångar. Den är oberoende av hur man väljer att finansiera sina investeringar, utdelningar etc. Ett företag kan välja mellan tre metoder om hur de ska finansiera sig. Emittera aktier är ett sätt, man kan låna eller finansiera sig med vinsten. Den grundläggande idén är att det under vissa antaganden inte spelar någon roll hur företaget finansierar sig, skulder eller eget kapital (Berk & DeMarzo, 2007).

Modigliani & Millers forskningsrapport från 1958 har lagt grunden för forskningen kring företagens kapitalstrukturer och de finansieringsalternativ som finns att ha till förfogande. Deras första rapport består av två propositioner som båda mottagits med stor uppmärksamhet och används än idag som utgångspunkt i annan forskning. Modigliani & Miller publicerade även en omarbetad version av deras teori 1963 som bör tas i beaktande vid vidare studier. Modigliani-Miller teoremet kallas också för *kapitalstrukturens irrelevans princip* (Modigliani & Miller, 1963)

I den första propositionen behandlar man hur ett företag väljer att finansiera sig alltså genom aktiekapital eller upptag av skulder då man strävar efter att maximera bolagsvärdet. I en perfekt kapitalmarknad som Modigliani & Miller beskrev det finns inga skatter, transaktionskostnader eller agentkostnader. Syftet enligt Modigliani & Miller var att påvisa att två identiska företag oavsett vilken kapitalstruktur och skuldsättningsgrad som används, allt annat lika, kommer att ha samma

företagsvärde.

I den andra propositionen går man djupare in på den första då man kollar på varför skuldsättningsgraden i slutändan inte har någon inverkan på vilken den totala kapitalkostnaden blir. Modigliani & Miller visade att avkastningskravet och skuldsättningsgraden tillsammans utgör en konstant då de visade en korrelation mellan avkastningskravet på eget kapital och skuldsättningsgraden, alltså om företaget ökar sin skuldsättningsgrad kommer aktieägarna kräva en högre avkastning då konkursrisken ökade, detta skulle då enligt Modigliani & Miller väga upp för den minskning av kapitalkostnad en ökad skuldsättningsgrad innebär. Under åren har detta med att företags val av skulder gentemot eget kapital inte skulle ha någon betydelse för den slutliga kapitalkostnaden fått stor uppmärksamhet och medfört ett antal underliggande teorier där även variabler som skatter och transaktionskostnader inkorporerats (Berk & DeMarzo, 2007).

3.1.2 Pecking order

Ett nystartat mindre bolag respektive ett etablerat större bolag har helt olika incitament till valet av skuldsättningsgrad. Större bolag får ofta enkelt nya lån beviljade, samtidigt som mindre bolag ofta inte har någon annan möjlighet än att söka kapital genom investmentbolag eller genom en börsnotering. Enligt Pecking order teorin finns det en optimal skuldsättningsgrad som ser annorlunda ut för ett större respektive ett mindre företag (Berk & DeMarzo, 2007). Enligt Pecking order teorin ska företag så långt som det är möjligt endast finansiera sig med sin egen vinst (Myers, 1984). Myers grundtanke med den teorin är att det är viktigt för företaget att tänka på vilka signaler man sänder ut. Att vara allt för beroende av extern finansiering kan tolkas som att företaget inte har vad som krävs. Samtidigt kan företagets vilja att utöka sitt kapital ge en god signal, om att företaget vill expandera sin verksamhet. Vinstdrivande företag tenderar också att skuldsätta sig mindre och då sänder ut goda signaler till allmänheten och banker om sin verksamhet (Berk & DeMarzo, 2007)

3.1.3 Bankbaserad vs. Marknadsbaserad ekonomi

I en bankbaserad ekonomi är kapitalmarknaden mer eller mindre underutvecklad och bara en liten del av företagens efterfrågan på kapital är tillgodosedd. Finansiering av företagen sker till stor del med banklån. Typiskt för marknadsbaserade ekonomier är att företag finansieras med utfärdande av värdepapper. Exempel på bankbaserade länder är Tyskland, Japan, Frankrike samt Sverige medan England och USA är klassade som marknadsbaserade ekonomier (Antoniou et. al., 2007).

3.1.4 Trade-off teorin

Tradeoff teoremet är en form av vidareutveckling av Modigliani och Millers båda teorem. Detta därför att även tradeoff teoremet innefattar skatter samt att företag kan befinna sig i olika branscher med olika förutsättningar för skuldsättning.

Tradeoff teoremet handlar om idén att företag väljer hur de ska finansiera sig, lån eller eget kapital genom att balansera kostnader och vinster. Enligt tradeoff teoremet bör företaget skuldsätta sig så mycket som möjligt för att på så sätt utnyttja sin möjlighet till skatteavdrag upp till den grad där skattefördelarna är lika stora som den ökade risken och därmed konkurskostnaden. Tradeoff teoremet ses ofta som en konkurrent till *pecking order teorin* när det gäller kapitalstrukturen i ett företag. Ett viktigt fenomen med tradeoff teoremet är att kunna förklara att företag oftast finansieras till viss del med lån och viss del med eget kapital (Kraus & Litzenberg, 1973)

En klassisk hypotes som refereras till Kraus och Litzenberger (1973) då de beaktar tradeoff teoremet säger följande: *A balance between the dead-weight costs of bankruptcy and the tax saving benefits of debt.*

Skillnaden mellan tradeoff och Modigliani & Miller är att tradeoff tar med det faktum att olika branscher och företag skiljer sig åt. Man ska heller inte glömma att konkurskostnaden inte är en kostnad som endast uppstår vid en eventuell konkurs utan man ska ta i beaktande att konkurskostnad snarare är något som utgörs av att ett företags kreditvärdighet ifrågasätts och eventuella agentkostnader som uppstår vid exempelvis en omorganisation.

Beroende på vilka strategier och produkter/tjänster ett företag har kommer även skuldsättningsgraden att variera. Tradeoff teoremet har också en viss tröghet då man inte kan göra några spontana ändringar i sin kapitalstruktur men som är möjligt när det gäller Modigliani och Miller teoremet. Detta för det bland annat kostar pengar och den tid det tar att ändra sin skuldsättningsgrad (Frank, 2005).

3.1.5 Agentteorin

Agentproblemet uppstår då en eller flera personer anlitar en annan person att utföra tjänster, vilka bl. a. innefattar beslutsfattande. Om man antar att båda parterna, d. v. s. den anställde (agenten) och arbetsgivaren (principalen) är ute efter att nyttomaximera, så finns det all anledning att tro att agenten inte alltid kommer att handla på ett sätt som bäst gagnar principalens intressen (Jensen och Meckling 1976) samt (Fama och Miller, 1972). I kontext av bolagsstyrning så handlar detta problem

om när man inom ett företag väljer att skilja på ägande och ledning. (Kim, Nofsinger 2007) Belysningen av problemet har framför allt varit i syfte att finna instrument vilka företagsägare kan använda sig av för att kontrollera ledningen i sina företag och styra dessa till att handla på önskat sätt. Om inte aktieägarna effektivt kan styra ledningens beteende, så finns risken att ledningen använder företagets tillgångar till sina egna intressen, till nackdel för aktieägarna. (Kim, Nofsinger 2007)

3.1.5.1 Agentteorin i kontext av familjeföretag

Ampenberger, et. al. (2009) skriver om tre logiska grunder i diskussionen kring agentproblem inom familjeföretag. Han menar att de representerar två typer av inflytande från grundarfamiljen. De två typerna är grundarfamiljens ägarinflytande samt ledarinflytande. Den första logiska grunden handlar om ägarkontroll. I och med att grundarfamiljer ofta är stora och långsiktiga aktieägare, besitter de större kunskap om företaget än vad ägare inom andra företag gör, där ägarstrukturen är spridd. De har lättare för att få fram information från olika områden inom företaget. Dessutom har dessa familjer starkare incitament för att effektivt kontrollera ledningen. Dessa faktorer leder till att kontrollen inom familjeföretag är stark och att ägarna har stora möjligheter att upptäcka eventuella oönskade företeelser hos bl. a. ledningen. Vilket skulle innebära att agentproblemet utgör ett mindre hot där än i ett icke-familjeföretag. Det andra är medlemskap i styrelsen. Om en medlem ur grundarfamiljen sitter i styrelsen leder detta till ökat insyn i företaget samt att det ger upphov till mer effektiv styrning av företaget. Med en medlem ur grundarfamiljen i styrelsen minskar alltså agentproblemet ytterligare. Det tredje handlar om att ha en medlem ur grundarfamiljen sittandes i ledningen. I och med detta så synkroniseras ledningens och ägarnas intressen och detta skulle alltså vara den bästa kombinationen för att marginalisera agentproblemet. Man kan finna stöd för dessa teorier hos bland andra Shleifer och Vishny (1986) samt Grossman och Hart (1980)

3.1.5.2 Skuld som kontrollmedel

Banklån används ofta inte bara som finansieringsmetod men även som kontrollinstrument. Om man inom företaget väljer att låna finansiella medel så uppstår en situation där ledningen är tvungen att producera en vinst som ska täcka räntebetalningarna till långivaren/kreditinstitutet. Genom att sätta press på ledningen att kunna underhålla det lånade kapitalet, ökar man deras incitament till att generera höga kassaflöden för att på så sätt förhindra likvidation. Stora årliga räntekostnader kan dock göra ledningen mindre risktagande och försämma dess flexibilitet, därmed också förhindra utökning av kapital vid plötsliga investeringsmöjligheter. Därför är lån som disciplinär åtgärd mer representerad hos mogna företag. (s. 76, Kim & Nofsinger 2007)

Utöver den rent ekonomiska aspekten så förhandlar långivarna ofta fram villkor som ledningen måste rätta sig efter. (Kleinschmidt, Maik., 2007). Detta är i första hand för att långivarna ska kunna försäkra sig om att få tillbaka de utlånade finansiella medlen men fenomenet kan också tjäna som kontrollmekanism ur ägarnas synvinkel. Reglementena som förhandlas fram behandlar hur de lånade medlen får användas och exempelvis hur riskfyllda projekt de får investeras i. Detta hindrar ledningen från att ta stora risker och för ett moget företag som är i större behov av låg risk än tillväxt, kan regleringar som dessa vara till stor fördel för ägarna. Skuldsättning skiljer sig här mycket från eget kapital då avkastningskravet där inte är lagstadgat. Ledningen väljer själv om och hur mycket utdelning som ska ges till aktieägarna (Kim & Nofsinger 2007).

Anderson & Reeb (2003) Menar att i en transparent finansiell marknad så minskar agentproblemet med ökat familjeäggande. Detta borde i så fall styrka tesen att familjeföretag därmed är i mindre behov av skuld jämfört med övriga företag då incitamentet om skuld som kontrollmedel inte existerar på samma sätt. Dock så finner de i sin undersökning att skillnaden i belåning mellan familjeföretag och icke- familjeföretag är marginell.

3.1.5.3 Risken att förlora kontroll

Risken för ”finansiell stress” ökar med skuldsättningsgraden i ett företag. Ju mer och större skulder företaget har desto större är risken att företaget kommer hamna i en situation med likviditetsproblem. Ett företag som befinner sig i en sådan situation kommer att från långivarnas håll få direktiv om åtgärder för att i bästa möjliga mån betala tillbaka sina skulder. Detta innebär att företagets ledning och styrelse skulle få inskränkningar på sin makt över företaget och styras mot att tjäna långivarnas intressen snarare än företagets egna. Rädslan för att förlora kontrollen över sitt företag skulle alltså vara en stor anledning till att familjeföretag håller sig borta från banklån i stor utsträckning. (McConaghy & Mishra, 1999)

Ellul (2008) fann i sin undersökning av 3 608 företag från 36 olika länder ett positivt samband mellan familjeäggande och skuldsättningsgrad. Han menar också på att det är oron för inskränkningar i kontrollen över företaget som påverkar den styrande familjens beslut om kapitalstrukturen. Dock menar han att detta skulle motivera att familjeföretagen hellre använder sig av skuld som finansiella medel snarare än att ta in eget kapital då utestående aktieägare har större inverkan på företaget än kreditinstitut.

Det finns även forskning som visar på att det inte alls finns något samband mellan familjers äggande

i ett företag och kapitalstrukturen. Enligt en undersökning av Anderson och Reeb (2003) där man undersökt ett par tusen företag under en sexårsperiod i mitten av 90-talet, är kapitalstrukturen helt oberoende av utsträckningen av grundarfamiljens ägande i företaget. Detta skulle då innebära att aversionen mot att förlora kontroll över företaget inte skulle skilja sig mellan familjeföretag och icke-familjeföretag. (Anderson & Reeb, 2003)

3.2 Familjeföretag

Det finns ingen enhetlig teori kring hur familjeföretag ser ut, vad de gör eller hur de styr sina företag. Det beror mer på vilket sätt man betraktar och uppfattar företaget, de återkommande kriterierna handlar om ägande, ledning och överföring mellan generationer.

Familjeföretag har under den senaste tiden definierats på olika sätt av forskare. Ofta ses Donnelleys definition från 1964 som en inledning till efterföljande forskning om familjeföretagande och dess speciella kriterier (Karlsson & Strider, 2000). Donnelley koncentrerar sig på hur familjens relation till företaget utvecklas och anser att ett företag kan betraktas som ett familjeföretag om:

”...it has been closely identified with at least two generations of a family and when this link has had mutual influence on company policy and on the interest and the objectives of the family.” (Donelley 1964, s. 94)

Den vanligaste utgångspunkten är familjens ägarandel, kontroll och familjens deltagande och engagemang i den operativa verksamheten då man kollar på efterföljande definitioner (Rosenblat et. al., 1985). Florin Samuelsson (2002) som är en av forskarna som inte fokuserar sin studie på att avgöra vad som är och inte är ett familjeföretag utan ser snarare till hur företagets aktörer tolkar och förstår beskrivningar av företaget som familjeföretag. Sen har vi en annan forskare Emling (2000) som använder en definition som inkluderar samtliga kriterier ovan, men han gör dock ingen skillnad på familj eller släkt. Enligt hans definition är ett familjeföretag ett företag vilket:

- Kontrolleras av en individ eller en familj/släkt.

Och/eller:

- Anses vara familje-/släktföretag (av respektive respondent).

Dessutom ska minst ett av följande krav vara uppfyllt:

- Nuvarande huvudägare planerar att överlåta verksamheten till familj/släkt
- Företaget har funnits i nuvarande huvudägares familj/släkt i minst två generationer
- Minst tre representanter för ägarfamilj/-släkt är aktiva i företaget (i verksamhet eller styrelse). (Emling, 2000, s.15)

Den definition vi har valt av begreppet ”familjeföretag” utgår från undersökningen av Ampenberger et. al. (2009). Där definieras familjeföretag utifrån två komponenter: ägande och ledning. Vidare utvecklas dessa två komponenter till tre olika krav, varav minst ett måste uppfyllas för att klassas som familjeföretag:

1. Den grundande familjen har minst 25 % av rösterna i företaget.
2. Minst en medlem av den grundande familjen finns representerad i styrelsen.
3. Minst en medlem av den grundande familjen måste sitta i ledningen.

3.3 Tidigare erkända variabler

3.3.1 Branschtillhörighet

Företag som befinner sig inom en och samma bransch borde vara utsatta för samma operativa risk. I och med att de handlar med samma sorts produkter borde deras marknadssituation vara likartad och förväntningarna på kommande kassaflöden likaså. Då företag inom samma bransch har så pass lika förutsättningar, borde även deras kapitalstruktur vara liknande. Framför allt då marknaden bestämmer räntesatserna och största möjliga lånebelopp (Ferri & Jones, 1979).

Ferri & Jones (1979) delar i sin undersökning upp företagen i olika branschtillhörigheter, så som: olja och gas, metall, elektronik etc. Likaså använder sig även andra forskare av samma princip när de delar in företagen i liknande studier. Exempelvis så använder Harris & Raviv (1991) en till stor del likadan uppdelning när de gör en undersökning med hypotesen att branschtillhörighet påverkar valet av kapitalstruktur där man pekar på att företag inom samma bransch har ett mer homogent förhållningssätt till skuldsättningsgrad och hävstångseffekten av denna än företag mellan branscher.

H0: Det finns inget samband mellan branschtillhörighet och valet av kapitalstruktur.

H1: Det finns ett samband mellan branschtillhörighet och valet av kapitalstruktur.

3.3.2 Skattesköld

Titman & Wessels (1988) tar upp argumentet om att skattelättnader i form av avskrivningar är ett substitut för de skattelättnader som räntekostnader innebär. Med detta menar man att företag som redan har stora sådana belopp i förhållande till deras kassaflöden, inte ser skuld som en attraktiv finansieringsmetod. DeAngelo & Masulis (1980) menar på samma sätt att företag parerar sina olika former av skattelättnader för att nå en optimal nivå. Detta skulle innebära att man kan förvänta sig ett negativt samband mellan andelen avskrivningar och skuldsättningsgraden bland företag.

H1: Det finns ett negativt samband mellan andelen avskrivningar och skuldsättningsgraden.

H0: Det finns inget samband mellan andelen avskrivningar och skuldsättningsgraden.

3.3.3 Lönsamhet

Huang & Song (2006) menar att det finns ett tydligt negativt samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgrad. Enligt dem så föredrar ett företag med höga kassaflöden att i så stor utsträckning som möjligt finansiera sin verksamhet genom att använda balanserat resultat, i enlighet med *The Pecking Order*. Rajan & Zingales (1995) fann i sin studie resultat som stödjer teorin om det negativa sambandet samt att graden av inverkan som lönsamheten har på valet av skuldsättningsgrad bl. a. kan förklaras med storleken på företaget.

H1: Det finns ett negativt samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgrad.

H0: Det finns inget samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgrad.

3.3.4 Andel materiella anläggningstillgångar

Ju större andel av företagens tillgångar som består av materiella tillgångar, desto större möjligheter har företaget att bli beviljade lån. Så lyder resonemanget hos bland andra Rajan & Zingales (1995) och Titman & Wessels (1988). De menar att detta är något som skulle medverka till att företag med stora materiella anläggningstillgångar har högre skuldsättning än andra företag. De materiella anläggningstillgångarna skulle agera som säkerhet i vid skuldsättning och därmed dels göra bankerna mer villiga att låna ut men även frambringa fördelaktiga lånevillkor för företagen och på så vis öka incitamenten till att föredra skuld framför eget kapital som finansieringsmetod.

H1: Det finns ett positivt samband mellan andel materiella anläggningstillgångar och skuldsättning.

H0: Det finns inget samband mellan andel materiella anläggningstillgångar och skuldsättning.

3.3.5 Market to Book

Titman & Wessels (1988) menar att det finns ett starkt negativt samband mellan tillväxten i ett företag och dess skuldsättningsgrad. Ett företag som befinner sig i en tillväxtfas kan inte räkna sina kommande projekt som säkerheter i låneförhandlingar. Detta kommer bidra till att lånevillkoren för företaget blir ofördelaktiga och företaget kommer därför att söka sig till att finansiera så mycket som möjligt av verksamheten med balanserat resultat. Vidare så påpekar Titman & Wessels (1988) att det agentproblem som kan uppstå i och med att man tar in en lånefinansiering är mycket mer kostsamma för ett företag med stor förväntad tillväxt. Ett sådant företag är beroende av sin flexibilitet och sitt egenbestämmande för att på ett optimalt sätt kunna följa sina planer. Ampenberger et. al. (2009) tar upp fenomenet och menar att man kan använda *market-to-book ratio* som variabel för att mäta förväntad tillväxt samt att sambandet mellan *market-to-book ratio* och skuldsättningsgrad därför kan förväntas vara negativt.

H1: Det finns ett negativt samband mellan market-to-book ratio och skuldsättningsgrad.

H0: Det finns inget samband mellan market-to-book ratio och skuldsättningsgrad.

4 Empirisk metod

4.1 Undersökningens metod

När vi bestämt oss för att studera hur kapitalstrukturen ser ut och skiljer sig i familjeföretag var vi tvungna att reda ut en del saker. Dels skulle vi bestämma oss för vilken mätmetod vi skulle använda oss av, men främst skulle vi få fram de variabler vi ansåg viktiga för att kunna komma med en rimlig förklaring till valet av kapitalstruktur. Genom att läsa äldre utländska, samt svenska undersökningar inom samma ämne, samt läsa igenom viktig teori kom vi fram till de variabler vi tror ska ha en påverkan på om man som företag väljer att skuldsätta sig respektive söka kapital på annan väg.

Kapitalstruktur har det, som vi tidigare påpekat, skrivits och forskats mycket om. Därför har vi haft ett stort utbud av artiklar, uppsatser och dylikt att försöka utvidga vår kunskap i. Efter att vi gjort ett urval av relevanta variabler kunde vi hämta ut den informationen vi behövde från bolagens årsredovisningar. Dagens Industri har varit till mycket hjälp för vissa av variablerna, där vi enkelt kunde få ut data från företagen, men också kontrollera att den stämmer överens med data från årsredovisningarna. Vi har valt att utesluta en del företag ur undersökningen på grund av olika anledningar. Antingen kan deras årsredovisningar vara svåra att tyda, relevant data inte finns, valutavariationer eller att företagen är för unga.

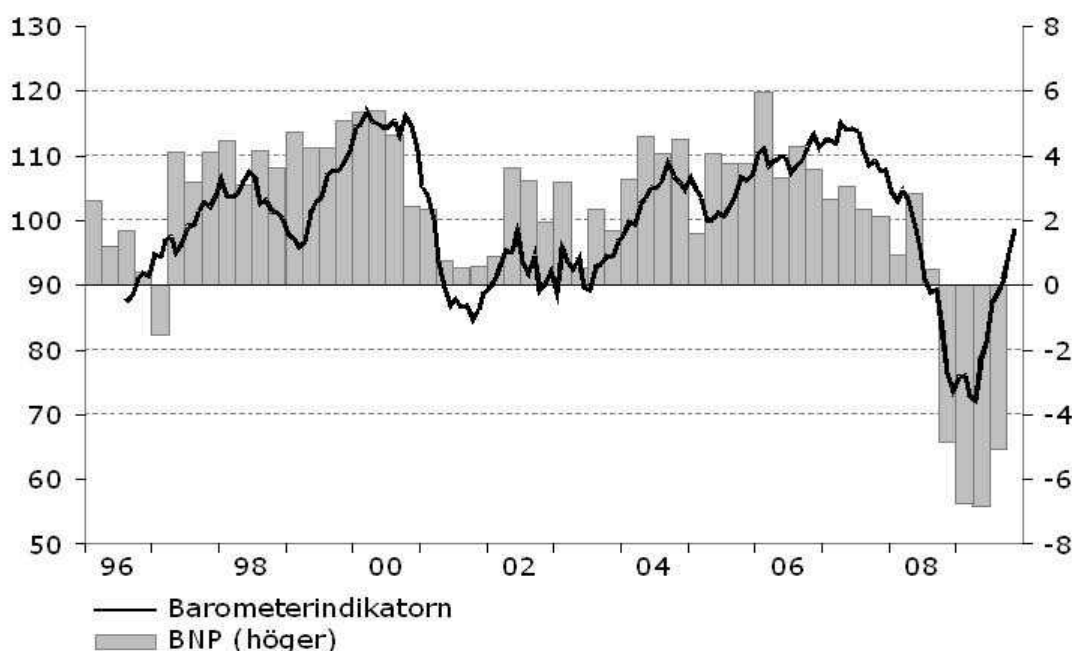
4.2 Urval

Vi har valt att göra en kvantitativ studie på bolag från Stockholm OMX. Kvantitativa metoder är enligt Eliasson bra att använda sig av när man vill kunna komma fram och dra generella slutsatser om en större grupp. Vi tittar endast på large- eller mid cap listan eftersom vi vill undvika att andra faktorer än de vi valt ut ska kunna ha en inverkan på kapitalstrukturen. Mindre bolag har ofta inte något val, t. ex. beroende på att det kan vara svårt att få lån till en rimlig ränta som ett litet bolag och därför tenderar de att till största delen ha eget kapital. Dessutom ser ofta ägarförhållandet annorlunda ut i mindre bolag, som skulle försvåra vårt försök till att göra en korrekt jämförelse. Vårt tillvägagångssätt tror vi gör att vi ska kunna se ett tydligt samband mellan familjeäggande och kapitalstrukturen i större bolag. De som inte ingår i vår population ska vi därför inte kunna dra några generella slutsatser om (Eliasson, 2006). Vårt urval är 114 företag från nio olika branscher.

Vår tidsram vi valt är 2002-2006. Anledningen till ett längre tidsperspektiv än exempelvis ett år är för att rensa för vissa tillfälliga uppgångar respektive nedgångar i ekonomin. Vi tror att vi får en

mindre felmarginal vilket förenklar och gör vår undersökning mer trovärdig. Att vi valt just 2002-2006 beror på att vårt mål är att undersöka företagen under normala förhållanden då valet av kapitalstruktur inte ska påverkas av hur konjunkturen beter sig. Perioden 2002-2006 var det visserligen en tydlig uppgång i ekonomin, men enligt oss inte alltför kraftig. Vi väljer att bortse från de senaste tre åren på grund av konjunkturväxlingar som varit. Under 2007 var det en kraftig uppgång som kan ha påverkat hur företagen väljer sin kapitalstruktur. Samtidigt kom under 2008 en kraftig recession med den senaste finanskrisen. Genom att inte ta med dessa år tror vi att vi kan rensa för tillfälliga upp och nedgångar. Enligt Eliasson (2006) ska man däremot ta i beaktande att populationen man valt att undersöka kan ha förändrats, beroende på tidpunkten av undersökningen.

Figur 1: Konjunkturbarometer



Källa

: Konjunkturinstitutet

Index, månadsvärden respektive årlig procentuell förändring i BNP

4.3 Teori och datainsamling

Vi har utnyttjat primärdata som är tagen ur företagens årsredovisningar. Fördelen med att ta nödvändig information direkt från företagens årsredovisningar istället för att använda oss av sekundärdata, är att vi inte ska behöva vara kritiska till vår data (Jacobsen, 2004). Däremot ska vi alltid försöka se om siffrorna är rimliga. Enligt Jacobsen (2004) är det ofta bättre att använda sig både av sekundärdata och primärdata eftersom de kan kontrollera varandra. Därför har vi använt oss av sekundärdata genom www.dise för att kontrollera vår data samt utnyttja deras omfattande databas. Teorin har vi samlat in från litteratursökning på databasen ELIN. Vi har använt äldre

undersökningar som underlag och till viss del använt deras teori för att utveckla vår kunskap inom ämnet. Vanligaste sökorden: Capital structure, Family firms, Determinants, Leverage.

4.4 Operationalisering

Vid operationalisering studerar man två tydliga definitioner, dels teoretiska definitioner och dels operationella definitioner. Teoretiska definitioner ger man en förklaring till begreppen med hjälp av teorin. Vid operationella teorier visar man hur man tänker mäta variablerna för att kunna genomföra sin undersökning (Eliasson, 2006). Efter att vi läst tidigare uppsatser samt befintlig teori kunde få fram relevanta variabler. Nedan har vi försökt ge en tydlig bild av våra beroende samt oberoende variabler och varför de enligt oss har en inverkan i valet av kapitalstruktur.

4.5 Beroende variabel

Vår beroende variabel är kapitalstrukturen. Det finns många olika sätt att mäta kapitalstrukturen i företag. Vi har valt att fokusera på hur skuldsatta företag är och då främst hur familjeföretag väljer att belåna sig. Därför är det de totala skulderna genom det totala kapitalet vår forskning kommer att utgå ifrån. Ampenberger et. al. (2009) använder samma nyckeltal vilket innebär att vi lättare kan göra en korrekt bedömning och jämförelse länderna emellan. Vårt motiv till att ta med både lång- och kortfristiga skulder är att enligt Ampenberger et. al. (2009) så har även kortfristiga skulder stor betydelse för många företag vid valet av kapitalstruktur.

4.6 Oberoende variabler

4.6.1 Familjeföretag

Ampenbergers et. al. (2009) kriterium för att ett företag skall klassas som familjeföretag är att företaget uppfyller ett av följande:

- 1. Den grundande familjen har minst 25 % av rösterna i företaget.
- 2. Minst en medlem av den grundande familjen finns representerad i styrelsen.
- 3. Minst en medlem av den grundande familjen måste sitta i ledningen.

Detta är definitionen vi kommer att utgå ifrån. Vi letar på företagens hemsidor och i deras årsredovisningar för att se huruvida kraven uppfylls eller inte. När vi väl klassat företagen så delar vi in dem i en dummy-variabel där siffran ett motsvarar familjeföretag och siffran 0 motsvarar icke-

familjeföretag.

4.6.2 Branschtillhörighet

Vi har delat upp variabeln branschtillhörighet i 9 olika kategorier. Dessa är direkt tagna från den indelning som NasdaqOmxNordic har. De olika kategorierna är: energi, material, industri, sällanköp, dagligvaror, hälsovård, finans, IT samt telecom. Med hjälp av dessa kategorier har vi konstruerat Dummy-variabler där värdet 1 i en variabel motsvarar att ett företag tillhör en viss bransch och 0 innebär att ett företag inte tillhör branschen. Indelningen påminner om de som används av Ferri & Jones (1979) och Harris & Raviv (1991).

4.6.3 Skattesköld

Definitionen av skatteskölden utformar vi på samma sätt som Antoniou et al. (2008). Där definieras den som avskrivningar genom totala tillgångar. Vi vill följa samma mönster då det ger ett enkelt och lätt tolkat resultat. Det finns även undersökningar där man valt att beräkna skatteskölden som avskrivningar genom materiella anläggningstillgångar, bl. a. i *Kan Kapitalstrukturen Förklaras?* av Persson & Svensson (2009). Vi anser dock att man lättare ser skillnaderna i skattelättnader mellan företag i olika branscher om man använder sig utav förstnämnda metod.

4.6.4 Lönsamhet

Olika lönsamhetsmått har använts vid tidigare studier som denna. I de flesta av dem används avkastning på totalt kapital som definition av lönsamhet. Vi har valt att räkna med företagets resultat före finansiella poster, plus finansiella intäkter, genom totalt kapital. Denna definition på avkastning på totalt kapital används bl. a. av DeMarzo (2009)

4.6.5 Andel materiella anläggningstillgångar

Denna variabel beräknar vi på samma sätt som bl. a. Ampenberger et al. (2009), nämligen genom att dividera det bokförda värdet av företagets materiella anläggningstillgångar med dess totala tillgångar. Detta ger en tydlig kvot som lätt går att jämföra företag emellan.

4.6.6 Market to book

Som tidigare nämnts så argumenterar Ampenberger et. al. (2009) för att market to book är ett lämpligt mått på den förväntade tillväxten hos företag. Betalningsviljan för ett företags aktier ger en

bra bild av de generella förväntningarna på företaget och huruvida företaget har förmedlat ljusa framtidsutsikter gällande såväl lönsamhet som tillväxt. Denna variabel mäter vi genom att dividera slutkursen för företagets aktie per respektive år med aktiens kvotvärde för motsvarande år.

4.7 Statistisk bearbetning

All data kommer ifrån företags årsredovisningar som finns på deras hemsidor. Vårt datamaterial sträcker sig från 2002-2006. Vi har bearbetat vår data i EXCEL för att sedan genomföra vår statistiska undersökning i SPSS. Där kunde vi utifrån vår multipla linjära regression se om variablerna hade någon signifikans eller inte. I vår regression satte vi kapitalstrukturen som beroende och resten av variablerna som oberoende. Variablerna undersöks mot varandra för att se om det finns något samband mellan den beroende variabeln och de oberoende variablerna var för sig (Eliasson, 2006). Vi utförde ett 95% test vilket innebär att de oberoende variablerna är signifikanta om de har en signifikans på mindre än 5%(Körner & Wahlgren 2006).

4.8 Bortfallsanalys

Ett stort problem vid undersökning där man gör ett urval är det bortfallet i populationen. Vår population består av 114 noterade företag på Stockholm OMX Large- och Mid Cap. Fördelen bortsett från storleken på bolagen är att börsnoterade företags årsredovisningar är lättillgängliga och tydliga. Detta har gett oss större möjlighet att ta fram den data som var nödvändig för genomförandet av vår undersökning. Storleksmässigt är företagen från Large- och MidCap mer etablerade och använder valet av kapitalstruktur som en del av sin strategi i att exempelvis styra sin organisation. En del av företagen listade på Large- eller MidCap kunde inte erbjuda viktig information eller att det saknades viss data. Årsredovisningarna kunde i vissa fall vara mycket svår att tyda, vilket gjorde att det kunde vara svårt att hitta de nyckeltal vi eftersökte. Bortfallet kunde också bero på att företaget inte hade årsredovisningar för nåt eller flera av åren 2002-2006. De företag som hade för mycket bortfall var vi tvungna att ta bort från vår undersökning. Vi har ett bortfall på totalt 16 företag. Totala antalet företag, med bortfallen, är 130 företag. Det ger en bortfallsprocent på 12.3 %. Enligt Jacobsen (2004) behöver inte en undersökning förlora trovärdighet med ett mindre bortfall och vi tror att vi trots bortfallet skall kunna erbjuda en generell bild av hur kapitalstrukturen är i familjeföretag och hur den skiljer sig gentemot andra.

Nedan följer vilka företag vi valt att ta bort från undersökningen.

Tabell 2: Bortfall

Industri	Finans	Sällanköp	Dagligvaror
Hexpol	Lundbergföretagen	Duni	Black Earth
ITAB	East Capital	Kappahl	
Loomis	Melker Schörling	Rezidor Hotel	
Niscayah	Vostok Nafta	Husqvarna	
Systemair	Wihlborgs		

4.9 Validitet och reliabilitet

”För att kunna genomföra undersökningen på ett bra sätt, så att du slipper kritik för bristande trovärdighet, ska du redan från början se till att ge den en hög reliabilitet och validitet” (Eliasson, 2006, s.14).

Enligt Jacobsen (2004) är det speciellt viktigt att kritiskt bedöma sin undersökning. Har man fått in den information som varit nödvändig, har den gått att använda på ett riktigt sätt och går den att analysera. Jacobsen (2004) delar sedan in validiteten i två delar intern och extern giltighet. Med intern giltighet undersöker man om resultaten kan anses riktiga. Två åtgärder för att testa undersökningens interna giltighet kan vara att dels kontrollera resultat och slutsatser mot befintlig teori och dels att själva kritiskt granska vår uppsats och resultat (Jacobsen, 2004). Vi har använt oss av den befintliga teorin för att kunna göra troliga antaganden. All data vi samlat in har vi försökt att se kritiskt på och försökt utreda utifall de kan vara rimliga eller inte. Extern giltighet handlar istället om hur man ska kunna dra generella slutsatser och om det finns några tidigare undersökningar med liknande undersökningsområde man kan jämföra med (Jacobsen, 2004). Vi har genom hela undersökningsperioden kontrollerat våra resultat mot Ampenberger et. al. (2009) för att de ska kunna anses vara trovärdiga. Genom att använda den uppsatsen kommer vår uppsats förhoppningsvis öka i validitet. Med reliabilitet menar man hur pålitlig undersökningen är. Utifall den går att göra om och då få samma resultat. Reliabiliteten i en undersökning beror på hur noggrant och hur man genomfört sin studie (Eliasson, 2006). För att utföra vår undersökning så noggrant som möjligt har vi försökt att vara tydliga i det vi ska genomföra och beroende på att vi

varit tre stycken är det viktigt att alla vet vad och hur vi ska hämta in vår data. Vi har granskat data så att det är rätt år, inget tryckfel eller liknande. Då vi tagit vår data ifrån företagens egna årsredovisningar måste vi anse att vi håller en hög reliabilitet.

5. Empirisk Analys

5.1 Beskrivning av insamlad data.

Det totala antalet företag i undersökningen uppgår till 114 st. Av dessa är 32 st. klassade som familjeföretag enligt definitionen ovan. Den procentuella fördelningen av variabeln familjeföretag är alltså: 28% familjeföretag och 72% icke familjeföretag. Vi har undersökt dessa företag under perioden 2002 – 2006. Data för alla variabler är alltså insamlade över fem år. Nedan följer statistik över variablerna.

Tabell 3: Inledande statistik

	Statistics				
	N		Mean	Median	Std. Deviation
	Valid	Missing			
Dependent					
Skuld/Tot.Kap (%)	553	17	55,59	57,77	20,52
Independent					
ROA (%)	553	17	9,76	9,68	14,87
Mat.Anl.Tillg./Tot.Kap.	557	13	,2617	,1810	,27424
M-to-B	456	114	185,15	12,7	856,565
Skattesköld	528	42	,04	,03	0,1

I denna tabell beskrivs medelvärde, median samt standardavvikelse för den beroende variabeln skuld/totalt kapital samt för de oberoende variablerna ROA, Materiella anläggningstillgångar/totalt kapital, Market-to-Book ratio samt skattesköld.

Fördelning av den oberoende variabeln ”branschtillhörighet” ser ut som följande:

Tabell 4: Inledande statistik forts.

Bransch	Familjeföretag	Icke Familjeföretag	Totalt
Energi	2	1	3
Material	2	6	8
Industri	10	25	35
Sällanköp	5	10	15
Dagligvaror	1	3	4
Hälsovård	2	7	9
Finans	6	21	27
IT	3	6	9
Telecom	1	2	3

I denna tabell beskrivs fördelningen (i antal) av familjeföretag och icke familjeföretag mellan de olika branscherna i variabeln ”branschtillhörighet”.

5.2 Multipel linjär regression

För att få fram betydelsen av variabeln familjeföretag för valet av kapitalstruktur har vi valt att göra en multipel regression med skuld/totalt kapital som beroende variabel och familjeföretag, avkastning på totalt kapital (ROA), materiella anläggningstillgångar/totala tillgångar, market to book ratio, skattesköld samt branschtillhörighet som oberoende variabler. Vi har valt att göra en multipel regression för att kunna utforma en modell som tar hänsyn till påverkan av både vår undersökningsvariabel samt de kontrollvariabler som tidigare forskning kommit fram till. Konfidensintervall för undersökningen är satt till 95% med innebörden att kravet för signifikans har nivån 5%. Resultatet för denna modell blev följande:

Tabell 5: Multipel regression

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	61,176	1,942		31,497	,000
Familj	-4,221	2,037	-,099	-2,072	,039
Mat.Anl.Tillg./Tot.Kap.	16,877	3,399	,248	4,965	,000
M-to-B	,000	,001	-,020	-,394	,694
ROA	-,148	,058	-,121	-2,546	,011
Skattesköld	-33,915	21,739	-,074	-1,560	,120
Energi	-16,270	6,422	-,127	-2,534	,012
Material	-15,369	3,311	-,229	-4,642	,000
Sällanköp	-12,642	2,774	-,221	-4,557	,000
Dagligvaror	5,384	4,771	,050	1,129	,260
Hälsovård	-16,565	3,180	-,250	-5,209	,000
Finans	-11,392	2,444	-,252	-4,661	,000
IT	-20,168	3,304	-,301	-6,104	,000
Telecom	-21,628	5,400	-,178	-4,005	,000

Beroende variabel: Skuld/Tot.Kap (%). Exkluderad variabel: Industri.

Justerat R²: 0,231. Modellens signifikans: 0,000.

Vår regression visar på en förklaringsgrad på 23,1%. Signifikansnivån på modellen är under 0,1 % vilket innebär att sambandet är starkt signifikant. De signifikanta variablerna är Familj ($p < 0,05$), Materiella anläggningstillgångar/totala tillgångar ($p < 0,001$), ROA ($p < 0,05$) samt Branschtillhörighet (Denna variabel har ansetts signifikant de en övervägande majoritet av branschvariablerna har en signifikansnivå $p < 0,001$).

Variabeln Familj visar i vår regression på ett negativt samband med den beroende variabeln skuld/totalt kapital. Sambandet är signifikant, under 5% i konfidensintervallet. Detta innebär att vår hypotes om att familjeägande, -styrande eller -ledning skulle ha en negativ korrelation med

skuldsättningsgraden stämmer. Detta är även i enlighet med de flesta av de tidigare teorier vi hittat på området.

Vidare i regressionen ser vi ett signifikant positivt samband mellan andelen materiella anläggningstillgångar och skuldsättning vilket stöder tidigare teorier. Variabeln market to book hittar vi inget signifikant samband för. Lönsamhet (ROA) har enligt vår regression en negativ korrelation med skuldsättningen vilket stöder tidigare teorier. Huruvida skatteskölden har någon påverkan på kapitalstrukturen hittar vi ingen signifikans för. Branschtillhörighet ger ett signifikant samband, nästan alla branscher visar på ett starkt signifikant samband med kapitalstrukturen, utom branschen dagligvaror samt variabeln industri som exkluderats då den inte nått regressionens toleransnivå för intern korrelation.

5.3 Analys

5.3.1 Analys av hypoteser

5.3.1.1 Branschtillhörighet

H1: Det finns ett samband mellan branschtillhörighet och valet av kapitalstruktur.

H0: Det finns inget samband mellan branschtillhörighet och valet av kapitalstruktur.

Alla branscher förutom dagligvaror fick en signifikans under 5 procent, vilket tyder på att vår H1 hypotes är riktig. Därför kan H0 förkastas och variabeln branschtillhörighet anses ha stor påverkan på valet av kapitalstruktur.

5.3.1.2 Skattesköld

H1: Det finns ett negativt samband mellan andelen avskrivningar och skuldsättningsgraden bland företag.

H0: Det finns inget samband mellan andelen avskrivningar och skuldsättningsgraden bland företag.

Skattesköldens signifikans är högre än 5 procent och H0 kan inte förkastas. Enligt vår regression finns det inget tydligt samband mellan skattesköld och hur företaget väljer att skuldsätta sig.

5.3.1.3 Andel materiella anläggningstillgångar

H1: Det finns ett positivt samband mellan andel materiella anläggningstillgångar och skuldsättning.

H0: Det finns inget samband mellan andel materiella anläggningstillgångar och skuldsättning.

Andel materiella anläggningstillgångar har en signifikans under 5 procent och ett positivt beta, vilket betyder att större andel materiella tillgångar leder till högre skuldsättning. H0 förkastas och H1 accepteras.

5.3.1.4 Market to Book

H1: Det finns ett negativt samband mellan market-to-book ratio och skuldsättningsgrad.

H0: Det finns inget samband mellan market-to-book ratio och skuldsättningsgrad.

Enligt vår regressionsanalys ska inte Market to Book ha någon påverkan på skuldsättningsgraden. Signifikansen var klart över 5 procent. H1 förkastas och H0 accepteras.

5.3.1.5 Lönsamhet

H1: Det finns ett negativt samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgrad.

H0: Det finns inget samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgrad.

Enligt regressionen i tabellen ovan så finns ett negativt samband mellan lönsamhet (ROA) och skuldsättningsgrad (Beta: $-0,148$, $p < 0,05$). H0 förkastas och H1 accepteras. Detta innebär att för varje ökad enhet lönsamhet så kan företaget förväntas minska sin skuld/totala tillgångar kvot med $0,148$ enheter och stämmer överens med vad Huang & Song (2006) kom fram till. Nämligen att ett företag med höga kassaflöden kommer att försöka finansiera sig med balanserat resultat i så stor utsträckning som möjligt. Detta går även i linje med teorin om pecking order. I denna finner man att företag i olika faser i sin utveckling kommer vara olika beroende av skuld som finansiellt medel (Berk & DeMarzo, 2007). Enligt Berk och DeMarzo (2007) så är det viktigt för företaget vilka signaler det sänder ut och kommer därför inte att skuldsätta sig i onödan. Ett företag med låg skuldsättningsgrad ger ett stabilt intryck och är ett mer lockande investeringsalternativ för de som söker låg risk. Det samband som visas mellan lönsamhet och skuldsättningsgrad i regressionsmodellen ovan ger alltså stöd åt teorin om pecking order.

5.3.1.6 Familjeföretag

H0: Det finns inget samband mellan familjeäggande och kapitalstruktur bland företag på Nasdaq OMX.

H1: Det finns ett negativt samband mellan familjeföretag och kapitalstruktur bland företag på Nasdaq OMX.

Regressionen visar på ett signifikant negativt samband mellan familjeföretag och kapitalstruktur (Beta:-4,221, $p < 0,039$). Detta innebär att familjeföretag på Nasdaq OMX tenderar att skuldsätta sig mindre jämfört med icke familjeföretag på samma börs. I och med resultatet i regressionen har hypotesen H1 bekräftats. Det negativa sambandet stämmer överens med McConaghys och Mishras (1999) teori om familjeföretags rädsla för att förlora kontroll och därför håller sig borta från skuldsättning. Vid utlåning ställer bankerna höga krav på sina låntagare och begränsar deras rörelsefrihet gällande allt från stora investeringar till mindre projekt. Detta skulle då vara en anledning till att familjeföretag, som enligt McConaghy och Mishra (1999) är mer rädda om kontrollen över sitt eget företag jämfört med övriga företag, avstår belåning i stor utsträckning.

Enligt Anderson och Reeb (2003) så minskar agentproblemet med ökat familjeäggande. Detta ger upphov till tesen om att familjeföretag är i mindre behov av skuld som kontrollmedel. I och med det kraftigt förankrade ägandet och insynen i det egna företaget behöver inte ledningen kontrolleras med yttre medel. Resultatet i regressionen ovan ger stöd åt denna teori.

Vidare så uppfyller resultatet de förväntningar som fanns om att kapitalstrukturen bland familjeföretag på den svenska marknaden påminner om utseendet i en bankbaserad ekonomi. Resultatet går i linje med Antoniou et. al. (2007) samt Ampenberger et. al. (2009) om att familjeföretag i bankbaserade ekonomier tenderar att ha låg skuldsättning.

6. Slutsats

6.1 Familjeägandets inverkan på kapitalstruktur

I ett familjeföretag där någon ur grundarfamiljen antingen sitter på en ledningspost, styrelsepost eller har väsentligt ägande i firman är agentkostnaderna lägre än motsvarande icke familjeföretag. Ledningen och ägarna i ett företag strävar inte alltid mot samma mål beroende på att de har olika incitament vad gäller företagets verksamhet. Det finns risk för att ledningen har ett kortsiktigt perspektiv där man främst vill generera en snabb och hög avkastning med riskfyllda projekt om så behövs. Ägarna tenderar oftare att ha ett mer långsiktigt perspektiv och vara mer riskaverta vad gäller företagets investeringar. Detta innebär att intressen skiljs åt bland de beslutande posterna i företaget vilket kan ge upphov till konflikter och ineffektivitet. Dessa problem går att undvika med en enad målsättning bland beslutsfattarna. Den uppnås lättare i familjeföretag där grundarfamiljens långsiktiga intressen är integrerade i företaget och kontrollen över verksamheten är stark från ägarnas sida. Styrmedel såsom belåning behövs därför inte alls i samma grad bland familjeföretag. Hellre undviker familjeföretagen att skuldsätta sig för att undvika att få sin kontroll inskränkt av utomstående kreditinstitut.

Resultaten i vår undersökning visar på att dessa teorier mycket väl kan stämma. Vi har hittat ett negativt samband mellan familjeäggande, -styrande, -kontroll och skuldsättning. Detta betyder att de företag som enligt definitionen i denna uppsats blivit klassade som familjeföretag har lägre kvot av totala skulder/totalt kapital jämfört med icke familjeföretag.

Våra förväntningar om att Svenska företag skulle följa samma mönster som i de bankbaserade länderna, ex. Tyskland, har delvis bekräftats i och med resultaten i vår undersökning. Vår undersökning har gett liknande resultat som motsvarande undersökning i Tyskland av Ampenberger et. al. (2009). Dessa resultat skilde sig ifrån amerikanska undersökningar där detta samband inte gick att finna.

När vi utformade vår regressionsmodell så insåg vi att vi inte endast kunde ha med familjeföretag som oberoende variabel, vi var även tvungna att ha kontrollvariabler för att ge en mer rättvis bild av det sambandet vi letade efter. I regressionen fann vi att de flesta av dessa variabler stämde överens med de teorier vi funnit om dem, dock så kunde vi inte finna något signifikant samband mellan skattesköldens storlek och kapitalstrukturen i ett företag och inte heller mellan market to book kvoten och kapitalstrukturen.

6.2 Förslag på fortsatt forskning

Som komplettering till den här undersökningen kunde det vara intressant att göra en kvalitativ undersökning av företagen där man med hjälp av intervjuer eller enkätundersökningar för att få mer insyn i hur de bakomliggande orsakerna ser ut vid beslut om kapitalstrukturen. Med hjälp av ledningars och ägares egna utsagor kan man få en bättre bild av vad som påverkar valet av kapitalstruktur och då främst hur skillnaderna ser ut mellan familjeföretag och icke familjeföretag.

Vidare kan det vara intressant att göra en jämförelse familjeföretag emellan och då skilja på olika typer av familjeföretag där man delar upp dem beroende på om medlemmar ur grundarfamiljen sitter i styrelsen, ledningen eller har en stor ägarandel. Med en sådan undersökning kan man smalna av teorierna ännu mer och få fram mer specifik information.

Vår undersökning är gjord under relativt stabila förhållanden i konjunkturen och därför skulle man kunna få andra resultat om man utförde samma undersökning under en konjunkturedgång eller mer kraftig konjunkturuppgång. Då kan man få fram hur stor del av resultaten som egentligen är en effekt av hur företagen strategiskt agerar för att parera konjunktursvängningar.

7. Källor

Ampengerger, M., Schmid, T., Aschleitner, A-K. & Kaserer, C. (2009), Capital structure decisions in family firms – empirical evidence from a bank-based economy, Technische Universität, München

Anderson R., Mansi S. and Reeb D. (2003): Founding family ownership and the agency cost of debt, in: *Journal of Financial Economics* 68 (2), 263-286.

Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions, *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, Vol. 43, Nr. 1, s. 59-92

Berk, J. & DeMarzo, P. (2007). *Corporate Finance*, Lund, Studentlitteratur.

DeAngelo, H. & Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation, *Journal of Financial Economics*, Vol. 18, s. 3-29

Donnelley, R. G (1964), *The Family Business*, Harvard Business Review, July-August 1964:94

Eliasson, A. (2006). *Kvantitativ metod från början*. Lund, Studentlitteratur.

Ellul A. (2008): *Control motivations and capital structure decisions*,

Emling, E. (2000), *Svenskt Familjeföretagande*, EFI, Elanders Gotab, Stockholm.

Fama E. and Miller M. (1972): *The theory of finance*. Dryden Press, Hinsdale.

Ferri, M. G. & Jones, W. H., Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach. *Journal of Finance*, vol. 34 (1979), s. 631-644.

Frank, M. Z. och Goyal, K. (2005) *Trade-off and Pecking Order Theories of Debt*. Hong-Kong University, dep. of finance

Gustavsson, B. (2004). *Kunskapande metoder inom samhällsvetenskapen*, Lund, Studentlitteratur

Harris, M. & Raviv, A (1991). The Theory of Capital Structure, *The Journal of Finance*, Blackwell Publishing, USA, Vol. 46, Nr. 1, s. 297-355

- Hartman, J. (2004). *Vetenskapligt tänkande, Från kunskapsteori till metodteori*. 2 upplagan, Lund, Studentlitteratur
- Huang, G. & Song, F. M. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China, *China Economic Review*, Hong Kong, Vol. 17, Nr. 1, s. 14-36
- Jacobsen, D. (2006). *Vad hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Lund, Studentlitteratur.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, s. 305-360
- Karlsson Strider, A. (2000), *Familjen och Företaget*, EFI, Elanders Gotab, Stockholm.
- Kim, K and Nofsinger, J(2007): *Corporate governance*, Second edition. Pearson Education.
- Kleinschmidt, Maik., 2007 *Venture Capital, Corporate Governance and Firm value*
- Kraus, A. och Litzemberger, R.H. (1973) *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*. *Journal of Finance* Vol 33.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. "Legal Determinants of External Finance." *Journal of Finance* vol. 52 (1997), 1131-1150.
- Mishra C. and McConaughy D. (1999): Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt, in: *Entrepreneurship Theory and Practice* Vol. 23, Nr.4, 53-64.
- Modigliani, F. & Miller, H. M. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance, and The Theory of Investment, *The American Economic Review*, *American Economic Association*, USA, Vol. 48, Nr. 3, s. 261-297
- Modigliani, F. & Miller H. M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *The American Economic Review*, *American Economic Association*, USA, Vol. 53, Nr. 3, s. 433-443

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

Persson, K. & Svensson, A. (2009), Kan kapitalstrukturen förklaras?, Högskolan i Halmstad Titman,

Rajan, R.G & Zingales, L. (1995), What do we know about capital structure? Some evidence from international data, *Journal of Finance*, Vol. 50, Nr. 4, s. 1421-60

Rosenblatt, P. C., de Mik, L., Anderson, R.M. and Johnson, P.A. (1985), *The family in business: Understanding and dealing with challenges entrepreneurial families face*, Jossey Bass, San Fransisco.

Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill A. (2007). *Research Methods for Business Students*, Fourth Edition, England, Pearson Education

Titman S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 43, Nr. 1, s. 1-19

Wiwattanakantang, Y., (1999), An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 7, s. 371-403

Internetkällor:

www.di.se

www.nasdaqomxnordic.com